



## Megafusies: kern van de recessie?

**Auteur(s):**

Schenk, H.  
Hoogleraar industriebeleid KUB en voorzitter GRASP Research, EUR.

**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4303, pagina 303, 6 april 2001

**Rubriek:**

Prikkel

**Trefwoord(en):**

**Nu de ergste fusiestormen wat zijn geluwd, en de eerste resultaten van de grote fusies van de afgelopen jaren zijn binnengedruppeld, zou je wat meer nuchterheid en eerlijkheid verwachten aan de zijde van investeringsbankiers en fusieconsultants. Bedrijven die nog maar enkele maanden geleden bezwoeren dat overnames alleen maar rozengeur en maneschijn zouden brengen, rijgen nu de winstwaarschuwingen en verliezen aan elkaar.**

Toch laat de voormalige McKinsey-topadviseur Tom Copeland in *nrc Handelsblad* van 14 maart jongstleden optekenen dat de meeste fusies slagen. Het academisch onderzoek naar de effecten van fusies mist, aldus Copeland, "een paar punten" en komt daardoor tot te pessimistische conclusies. Die conclusies komen er kort en goed op neer dat tussen de 65 en de 85 procent van de onderzochte fusies geen reële meerwaarde weet te scheppen, niet op de korte termijn en niet op de lange termijn<sup>1</sup>.

Copeland voert nu twee punten à charge aan. In de eerste plaats zouden wetenschappers geen grip kunnen krijgen op het feit dat vele acquisities slaan op relatief kleine doelwitten. Prestatieveranderingen verdrinken dan in het totale concernresultaat zodat het analyseren van bijvoorbeeld de beurswaarde van het hele concern zinloos is. In de tweede plaats zou het wetenschappelijk onderzoek zich onvoldoende bekommeren om wat Copeland noemt "de aanlooptijd" naar een acquisitie. Tijdens die periode stijgt de waarde van de overnemende onderneming op de beurs sterk, en dat moet, zo meent Copeland, worden gezien als een vooruitgeschoven effect van een fusie.

Wie hebben er nu gelijk, de fusieadviseurs of de wetenschappers? Het antwoord is van groot belang. Indien de wetenschappelijke schattingen kloppen, dan zijn fusieactieve bedrijven namelijk zélf verantwoordelijk voor de dreigende recessie. Kloppen ze niet, dan is er iets anders aan de hand. In de achter ons liggende vijf jaren gaven Europese en Amerikaanse bedrijven maar liefst \$ 9000 miljard uit aan fusies. Als 65 procent van deze uitgaven over de balk is gegooid, dan is er zo'n \$ 6000 miljard aan investeringsmiddelen verspild. Dat is gelijk aan vijf maal het Britse nationale inkomen. Geen enkele economie kan zich een dergelijke omvangrijke verspilling straffeloos veroorloven.

Toen Copeland zelf nog consultants opleidde aan UCLA trof zijn eerste punt doel. Maar sedertdien zijn ook honderden acquisities geanalyseerd op het niveau van de productgroep waarbij zij zijn ondergebracht. De resultaten zijn er niet minder teleurstellend om. De prestaties van de geacquireerde onderneming blijken ofwel te stagneren ofwel te dalen, zowel in termen van productiviteit als innovativiteit. Doorgaans herpakken de geacquireerde ondernemingen zich pas nadat ze weer zijn afgestoten.

Copelands tweede punt is discutabel. Inderdaad blijken overnemers het vanaf ongeveer anderhalf jaar vóór een acquisitie beter te doen dan gemiddeld (en doelwitten slechter), tenminste qua beurswaarde. Maar moeten we nu geloven dat beleggers al in 1996 zagen aankomen dat Daimler-Benz in 1998 Chrysler zou overnemen, en dus toen reeds een voorschot namen op verwachte, maar later ijdel blijkende, prestatieverbeteringen? Of moeten we er gewoon uit afleiden dat acquirerende ondernemingen gebruik maken van hun relatief hoge waardering op de beurs, waar die dan ook op gebaseerd moge zijn? Opvallend is, dat bedrijven tijdens de jongste fusiegolf veel sterker dan voorheen hun acquisities afrekenden in aandelen in plaats van cash. Het is al langer bekend dat fusies die met speculatief papier zijn betaald het significant slechter doen dan fusies waarvoor door de overnemer zelf de portemonnee is getrokken.

Hoe dan ook, veel bepalender voor een juiste beoordeling is wat er gebeurt met de beurswaarde nádat de acquisitie een feit is geworden. Helaas voor de fusieadviseurs: aanvankelijk is sprake van nauwelijks merkbare veranderingen, maar na verloop van pakweg driekwart jaar buigen alle curven naar beneden. Al binnen een jaar is de waarde van een overnemende onderneming zo sterk gedaald dat er geen sprake meer is van een bovengemiddelde waardering op de beurs. Uit ons eigen onderzoek naar de grootste (grensoverschrijdende) acquisities van Nederlandse multinationals bleek dat zij over een postfusieperiode van drie jaar een negatief resultaat van twaalf procent scoorden.

Te vrezan valt dan ook, dat de Copelands van onze economie met een nieuw rondje *peptalk* de haperende fusiecarrousel weer aan het draaien proberen te krijgen. Vanuit hun positie bezien is dat alleszins begrijpelijk. De afgelopen jaren hebben ze immers fortuinen verdiend aan honderden grote fusies. Het zijn de beurzen die daarvan nu de echte rekening gepresenteerd krijgen. Talloze beleggers hebben zich helaas jarenlang laten foppen door enthousiaste en aanstekelijke verhalen over globalisering, nieuwe economie, synergie, enzovoorts. Maar al dat mooie gepraat heeft niet kunnen verhullen dat er op enorme schaal financiële middelen en managementtalent zijn verkwest. Dat we momenteel op een recessie lijken af te stevenen is dus misschien niet verrassend. De eerdere vier fusiegolven in de vorige eeuw eindigden eveneens in een recessie

---

1 H. Schenk, *Economie en strategie van de megafusie*, Elsevier (te verschijnen).

Copyright © 2001 - 2003 Economisch Statistische Berichten ([www.economie.nl](http://www.economie.nl))