

Genaid of gebonden

Het spectaculaire fusie- en overnamegevecht tussen Elsevier, Kluwer en Wolters Samsom heeft heel wat beroering teweeggebracht. In de financiële pers volgt men vol aandacht de ontwikkeling van de betreffende aandelenkoersen en de daaraan gekoppelde biedingen. De zaak is echter ook interessant vanuit andere gezichtspunten, die tot nu toe minder aandacht hebben gekregen. Wat beoogt men precies met het samenvoegen van ondernemingen? Welke belangen spelen daarbij een rol? Welke ervaringen zijn in het algemeen met fusies opgedaan? En wat zijn – in breder verband – de maatschappelijke gevolgen van een concentratie van ondernemingen in een bepaalde bedrijfstak?

In de economische literatuur zijn allerlei motieven te vinden voor het samenvoegen van ondernemingen: het versterken van de marktpositie in de hoop daardoor de winstgevendheid te vergroten, het streven naar snellere groei, het verminderen van produktiekosten dank zij 'economies of scale', het verkrijgen van toegang tot nieuwe markten of nieuwe technologieën, het versterken van de positie op inkoopmarkten, het verminderen van risico's door diversificatie, het bereiken van een bepaalde schaal die nodig is om kostbare, riskante investeringen aan te kunnen, het beperken van de concurrentie, het versterken van de vermogenspositie of het verbeteren van de kwaliteit van het management. Bij de overnamepogingen van Elsevier stond volgens krantenberichten het verwezenlijken van snelle groei voorop. Deze wordt nodig geacht om aan het eind van de eeuw bij de tien of vijftien uitgevers te behoren die naar het inzicht van de ondernemingsleiding tegen die tijd de internationale mediemarkt verdelen. Bij Kluwer en Wolters Samsom zijn de aspiraties – voor zover zij althans in de media doorklinken – bescheidener en is men van mening dat samengaan tot een zekere 'synergie' zal leiden die het voor beide partijen voordelig maakt de handen ineen te slaan.

Het is interessant hier enkele bevindingen van empirisch onderzoek naar de mate van succes van fusies en overnames tegenover te stellen. Volgens G. Meeks, die onderzoek heeft gedaan naar 233 overnames door Engelse ondernemingen in de periode 1964-1972, trad voor de meerderheid van de ondernemingen na de samenvoeging een lichte, maar significante daling van de winstgevendheid op 1). Meeks verklaart dit uit het feit dat vermindering van de concurrentie tot vermindering van de efficiency leidt. D.C. Mueller concludeert uit onderzoek naar de resultaten van fusies in zeven landen dat als fusies al tot efficiencyvoordelen leiden, deze zeer gering zijn 2). Verder concludeert hij dat er in de meeste gevallen ook geen versnelling van de groei optreedt en dat het rendement voor aandeelhouders niet verbetert. Weliswaar treedt rond het tijdstip van de fusie vaak een belangrijke koersstijging op, wat er op zou wijzen dat beleggers hogere opbrengsten verwachten, maar na een paar jaar is dit positieve koersverschil ten opzichte van niet-fuserende ondernemingen verdwenen of zelfs in een relatieve koersdaling omgeslagen. R.A. Haugen en T.C. Langetieg vinden evenmin bewijs voor de stelling dat beleggers baat hebben bij fusies omdat er 'synergie'-voordelen zouden optreden 3). Hun conclusie uit een onderzoek naar 59 belangrijke industriële fusies in de VS is dat elke aandeelhouder hetzelfde resultaat had kunnen bereiken als hij zelf de aandelen van de twee ondernemingen in de juiste verhouding in zijn portefeuille had opgenomen. Een onderzoek van McKinsey ten slotte naar 400 overnames leidt tot de conclusie dat ongeveer de helft succesvol is; in de andere gevallen wordt geld van aandeelhouders verspild. Als redenen voor de matige score noemt McKinsey de gebrekkige analyse waarop veel overnames berusten, het over het hoofd zien van alternatieven om uit te breiden of te diversificeren, en het onderschatten van de moeilijkheden om twee verschillende organisaties goed met elkaar samen te laten werken 4).

De in het algemeen niet erg bemoedigende ervaringen die met fusies en overnames zijn opgedaan, doen de vraag rijzen of er bij samenvoegingen ook andere motieven dan het behalen van efficiencyvoordelen in het spel zijn. Analooq aan de 'public-choice'-theorie, die aandacht vraagt voor de eigen belangen van ambtenaren en politici in het politieke proces, wijst de economische-organisatieliteratuur op mogelijke particulie-

re drijfveren van ondernemingsleiders die geen eigenaar van de onderneming zijn. Gezien de grote bewegingsvrijheid waarover het topmanagement meestal beschikt, is het niet gezegd dat maximalisatie van de inkomsten van de eigenaars altijd voorop wordt gesteld. In de meeste sectoren is de concurrentie ook niet zo scherp dat winstmaximalisatie de enige mogelijkheid is om te overleven. Volgens Cyert en March laten imperfecte markten het management een zekere speelruimte om te streven naar conflictminimalisatie en een 'rustig leven'. Volgens Marris en anderen domineert bij veel managers het streven naar groei 5). Niet alleen bezorgt een grotere omvang van de onderneming de leiding meer macht en prestige, maar in het algemeen gaat zij ook gepaard met stabielere resultaten en grotere bescherming tegen overname. Daarnaast is er een hogere salariering. Overigens hoeven, zoals ook Marris erkent, groei en winstgevendheid niet met elkaar in strijd te zijn. Voorbij een zeker punt kan dit echter wel het geval zijn, met name wanneer groei via een groot aantal acquisities steeds meer problemen oproept om verschillende organisaties tot één geheel te smeden. Juist daar ligt een van de belangrijkste redenen voor scepsis ten aanzien van fusies.

Een belangrijke factor achter de fusiedrang in de uitgeverijbranche is zonder twijfel ook de overvloedige hoeveelheid liquiditeiten waarover de betrokken ondernemingen beschikken. De zeer gunstige ontwikkelingen in de afgelopen jaren hebben een omvangrijke kasstroom gegenereerd. Daarvoor wordt een rendabele aanwending gezocht. Hoewel de betrokken ondernemingen ongetwijfeld belangrijke strategische argumenten zullen hebben om daarbij de voorkeur te geven aan overnames boven nieuwe investeringen, is deze keuze vanuit maatschappelijk oogpunt minder gelukkig. Terwijl investeringen in nieuwe activiteiten in het algemeen een positieve bijdrage leveren aan groei en werkgelegenheid, leiden overnames voornamelijk tot het omhoogjagen van aandelenkoersen zonder dat er een reële waardetijging tegenover staat. De omzetting van winst in werk, waarvoor maatschappelijke offers zijn gebracht, komt zo niet tot stand.

Daarmee zijn we terechtgekomen bij de maatschappelijke effecten van het fusie- en concentratieverschijnsel. Zoals bekend staat de economische wetenschap in het algemeen niet erg positief tegenover het beperken van de concurrentie, omdat daarvan vermindering van de efficiency en nadeel voor de consument wordt verwacht in de vorm van hogere prijzen en beperking van de keuzemogelijkheden. Voor de uitgeverijbranche heeft dat een bijzondere betekenis omdat pluriformiteit van de informatievoorziening van cruciaal belang is voor het functioneren van democratische samenlevingen. Men kan hier natuurlijk niet simpelweg de conclusie aan verbinden dat het samengaan van Nederlandse uitgevers moet worden afgewezen, maar het is een punt dat aandacht verdient. Niet alleen in ons land trouwens, want internationaal is in de uitgeverijwereld een spectaculair concentratieproces aan de gang 6). Het geeft te denken wanneer de visie van de Elsevier-top juist is dat de wereldinformatievoorziening over niet al te lange tijd door een beperkt aantal mediagiganten wordt beheerst.

L. van der Geest

1) G. Meeks, *Disappointing marriage: a study of the gains from merger*, Cambridge, 1977.

2) Dennis C. Mueller (red.), *The determinants and effects of mergers*, Cambridge (Mass.), 1980.

3) R.A. Haugen en T.C. Langetieg, An empirical test for synergism in merger, *The Journal of Finance*, september 1975, blz. 1003 e.v.

4) Vermeld in: The wasteful games of America's corporate raiders, *The Economist*, 1 juni 1985, blz. 68.

5) R. Marris, *The economic theory of 'managerial' capitalism*, Londen, 1963.

6) Zie ook Raül Rispa, Uitgeverijen in greep van concentratie, *de Volkskrant*, 20 juni 1987, blz. 2.