

Verbeterd de operationele prestatie van ondernemingen als gevolg van een fusie of overname?

Ramon Keijsers en Sander van Triest

SAMENVATTING In dit artikel presenteren we de resultaten van een onderzoek naar veranderingen in de operationele prestaties van ondernemingen na een fusie of overname, teneinde het optreden van synergievoordelen te beoordelen. We gebruiken hiervoor een steekproef van veertien overnames van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De veranderingen in de operationele prestaties worden geanalyseerd aan de hand van een cashflowgebaseerd model, waarbij het cashflowrendement op de marktwaarde van de activa en op de netto-omzet vóór en ná het samengaan met elkaar worden vergeleken. De resultaten van dit onderzoek duiden niet op verbeteringen in de operationele prestaties na de fusie of overname.

1 Inleiding

Het samengaan van ondernemingen – in de vorm van fusies of overnames – staat veelvuldig in de belangstelling, zowel in de pers als in de wetenschappelijke bedrijfseconomische literatuur. Dat heeft ongetwijfeld te maken met de hoge publiciteitswaarde. Het gaat vaak om veel geld, en ondernemingen kunnen weidse vergezichten schetsen waarin alles beter wordt voor aandeelhouder en klant. Het is bovendien een duidelijk herkenbare gebeurtenis: de ondernemingen gaan als

Ir. R.S.J.M. Keijsers studeerde Technische Bedrijfskunde aan de Universiteit Twente, met specialisaties in Bedrijfsinformatiekunde en Financieel Management & Bedrijfseconomie. Momenteel is hij werkzaam bij Holland Corporate Finance. Dr. Ir. S.P. van Triest is universitair docent bij de faculteit Bedrijf, Bestuur en Technologie van de Universiteit Twente

een eenheid verder, al dan niet met een nieuwe naam en een nieuwe huisstijl, en in het geval van beursgenoteerde ondernemingen verdwijnt er als gevolg van het slagen van de fusie een notering.

Een fusie of overname is economisch zinvol als er waarde wordt gecreëerd. In geval van beursgenoteerde ondernemingen kan dit in principe op twee manieren worden beoordeeld: er kan worden gekeken naar de ontwikkeling van de marktwaarde op het moment van aankondiging (ex ante-onderzoek), of naar de ontwikkeling van de prestaties gedurende een aantal jaren na het samengaan (ex post-onderzoek). Ex post-onderzoek kan zich daarbij richten op de marktwaardeontwikkeling, maar ook op de operationele prestaties van de combinatie.

In Nederland is betrekkelijk weinig empirisch onderzoek gedaan naar waardecreërende effecten in economische zin bij overnames. Het bestaande onderzoek richt zich voornamelijk op ontwikkeling van marktwaarden (zowel ex ante als ex post). In dit artikel presenteren wij de resultaten van een ex post-onderzoek naar veranderingen in de operationele prestaties bij overnames van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De belangrijkste conclusie die we trekken is dat de operationele prestaties na een fusie of overname niet significant verbeteren. Gezien het feit dat in veel gevallen een forse premie wordt betaald bij een fusie of overname zou die verbetering wel moeten optreden om de premie te rechtvaardigen.

Het artikel is als volgt opgebouwd. We beginnen met een korte bespreking van literatuur over fusies en overnames, voornamelijk vanuit empirisch perspectief. Daarna bespreken we de methodologie van het door ons uitgevoerde ex post-onderzoek. Na een bespreking van de samenstelling van de steekproef presenteren

we de resultaten. We sluiten af met een conclusie waarin we de gebruikte methode en de resultaten evalueren.

2 Literatuuroverzicht

De literatuur over fusies en overnames is omvangrijk. Het onderscheid tussen fusie en overname is daarbij van ondergeschikt belang. Een fusie duidt op het samengaan van twee min of meer gelijkwaardige ondernemingen, een overname kenmerkt zich over het algemeen door een situatie waarin een grotere onderneming een kleinere overneemt. Belangrijker is dat er een economische transactie optreedt die van twee of meer ondernemingen één maakt¹.

Er worden meerdere motieven genoemd in de literatuur om overnames te plegen, die zich uiteindelijk allemaal dienen te vertalen in een economisch motief: het samengaan dient waarde te creëren, door het realiseren van verwachte synergievoordelen². Volgens Sirower (1997) is synergie 'een toename van het concurrentievermogen en de daaruit voortvloeiende cashflows die groter zijn dan beide ondernemingen zelfstandig naar verwachting zullen bereiken.' Een belangrijk synergie-effect is het behalen van kostenbesparingen. Kostenbesparingen kunnen ontstaan door een efficiëntere ondersteuning van de processen, verbeterde logistiek, maar ook wanneer managers vaardigheden van de ene onderneming in de andere implementeren. Daarnaast kunnen schaalvoordelen optreden, hetzij door reductie in personeel en voorzieningen als gevolg van overcapaciteit, hetzij door het beter kunnen benutten van de bestaande capaciteit. Een ander belangrijk argument kan zijn dat de combinatie een sterkere machtspositie heeft ten opzichte van zowel leveranciers als afnemers, wat zich kan vertalen in hogere marges en dus hogere cashflows.

Empirisch onderzoek naar het optreden van synergie-effecten bij overnames kan worden ingedeeld in twee categorieën: ex ante- en ex post-studies. Ex ante- of event-studies richten zich op de analyse van de reactie van de markt op overnames. Zij vormen het leeuwendeel van het empirisch onderzoek naar overnames. Uitgangspunt bij deze studies is de efficiënte-marktheorie. Deze stelt dat er sprake is van een efficiënte vermogensmarkt indien de beschikbare informatie steeds volledig in de prijzen van de op de markt verhandelde vermogensobjecten tot uitdrukking komt. Zodra nieuwe informatie-elementen ter beschikking komen, worden deze ogenblikkelijk en op een 'juiste' manier in de prijzen op de vermogensmarkt verwerkt (Dorsman, 1997). De efficiënte-marktheorie veron-

derstelt dat investeerders anticiperen op toekomstige voordelen van een overname (in de vorm van de realisatie van de verwachte synergie). De aankondiging van een overname vertaalt zich dus in een aanpassing van de aandelenkoersen van de participerende ondernemingen, naar gelang eventuele voordelen worden verwacht. Potentiële synergie zou dus gemeten kunnen worden aan de hand van de koersreacties op een voorgenomen overname. Mueller (1996) en Andrade et al. (2001) vinden in hun literatuurstudies dat bijna alle ex ante-studies leiden tot de conclusie dat er abnormale positieve rendementen zijn geconstateerd bij de doelondernemingen, wat niet verrassend is gezien de aanzienlijke premies die vaak worden betaald. Voor de overnemende partij lopen de resultaten veel meer uiteen, variërend van positieve tot negatieve abnormale rendementen.

Ex post-studies richten zich op de invloed van overnames op de ondernemingsprestaties na het samengaan. De combinaties worden gedurende een aantal jaren op bepaalde parameters beoordeeld aan de hand van jaarverslagen of beurskoersen van de nieuwe combinatie. Ex post-studies kunnen worden onderverdeeld in een drietal categorieën (Switzer, 1996). De eerste variant betreft de analyse van *veranderingen in de specifieke karakteristieken of structuur* van een onderneming na een overname, zoals managementwisselingen en afstoting van activiteiten. Ten tweede zijn er onderzoeken die zich richten op de *koersbewegingen van de aandelen van de nieuwe combinatie* als gevolg van een overname gedurende een aantal jaren. De laatste categorie ex post-studies houdt zich bezig met het onderzoeken van *veranderingen in operationele prestaties*. Onderzoek uit de laatste tien jaar betreft onder andere Healy et al. (1992), die een cashflowgebaseerde standaard ontwikkelden voor het meten van veranderingen in operationele prestaties van niet-financiële ondernemingen. Dit onderzoek is uitgevoerd voor een steekproef van vijftig grote overnames in de Verenigde Staten gedurende de periode 1979 tot 1984. De studie toonde aan dat er significante verbeteringen optraden in de operationele prestaties van de betrokken ondernemingen. Clark en Ofek (1994) onderzochten of de overnames van ondernemingen in problemen leidden tot operationele verbeteringen, grotendeels op basis van de door Healy et al. opgestelde methodiek. Zij vonden geen aantoonbare positieve veranderingen. Switzer (1996) onderzocht aan de hand van diezelfde methode een steekproef van 324 overnames, en vond wel operationele verbeteringen. Ook ex post-studies vertonen dus uiteenlopende resultaten omtrent het optreden van synergie na een overname³.

De literatuur is grotendeels gebaseerd op steekproeven uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. In Nederland is er beperkt onderzoek gedaan naar overnames, vooral op basis van koersbewegingen. De ex ante-studies van Van Frederikslust et al. (2000) en Corhay en Rad (2000) vinden een positief totaal rendement bij 60% van de fusiepartners respectievelijk het uitblijven van significante rendementsveranderingen. Schenk (1999) concludeert in zijn ex post-onderzoek dat de koers van de overnemende partij na drie jaar met gemiddeld zo'n 12% was gedaald. Het enige ex post-onderzoek naar veranderingen in de operationele prestaties van Nederlandse overnames is naar ons weten van Peer (1980), die voor een steekproef van 31 overnames tussen 1962-1973 een daling in het rendement van de winst na belastingen op de activa vindt. In dit artikel voeren wij een ex post-onderzoek uit naar recentere overnames van Nederlandse beursfondsen, tussen begin 1986 en eind 1995. We baseren ons daarbij op de door Healy et al. (1992) ontwikkelde methode, die in de literatuur inmiddels tot standaard is geworden.

3 Methodologie

3.1 Cashflowrendement op de marktwaarde van de activa

Het kernpunt van de methode van Healy et al. (1992) is het vergelijken van een cashflowgebaseerd rendement van de afzonderlijke ondernemingen vóór de overname met die van de nieuwe combinatie ná de overname. Cashflow wordt hierbij gedefinieerd als winst, voor belastingen, rentekosten en -baten, afschrijvingen en goodwillamortisatie. Door cashflow op deze wijze te definiëren wordt de invloed van amortisatie, afschrijvingen, financiering en belastingen omzeild en kunnen de cashflows van ondernemingen met elkaar worden vergeleken⁴. Om nu veranderingen in de operationele prestatie aan te kunnen tonen, meten we de cashflow af tegen de marktwaarde van de activa. De marktwaarde van de activa wordt gedefinieerd als de marktwaarde van de uitstaande aandelen plus de boekwaarde van de preferente aandelen plus de boekwaarde van de kortlopende en langlopende (rentedragende) schuld minus de kaspositie. Door de marktwaarde in plaats van de boekwaarde van de activa te nemen, wordt voorkomen dat de wijze van verwerking van de overname in de boeken invloed heeft op de rendementscijfers (zie ook Healy et al., 1992, pp. 139-141).

De achterliggende gedachte hierbij is dat de cashflow die wordt gegenereerd (output), voortkomt uit de

activa die hiervoor worden ingebracht (input). Een hogere ratio na de overname impliceert een efficiëntere benutting van de middelen en suggereert het optreden van kostenbesparingen in de vorm van verbeterde werkprocessen, reductie van personeel en voorzieningen en/of de realisatie van schaalvoordelen.

Voor het beoordelen van de prestaties van een combinatie van ondernemingen berekenen we het cashflowrendement vóór het samengaan (preacquisitie) als volgt:

1

$$CFR_{pre, i, t} = \frac{CF_{B, i, t} + CF_{T, i, t}}{MW_{B, i, t-1} + MW_{T, i, t-1}}$$

met $CFR_{pre, i, t}$ = cashflowrendement van combinatie i in jaar t

$CF_{B, i, t}$ = cashflow van de biedonderneming B in jaar t

$CF_{T, i, t}$ = cashflow van de doelonderneming (target) T in jaar t

$MW_{B, i, t-1}$ = marktwaarde van de activa van B aan het eind van boekjaar $t-1$

$MW_{T, i, t-1}$ = marktwaarde van de activa van T aan het eind van boekjaar $t-1$

Om een rendement op de marktwaarde van de (ingebrachte) activa te kunnen meten, nemen we de cashflow op jaar t en de marktwaarde van de activa op jaar $t-1$.

De berekening van het postacquisitierendement $CFR_{post, i, t}$ is eenvoudiger: we nemen de cashflow van de ontstane combinatie i in jaar t , en delen die op de marktwaarde van de activa van de combinatie ultimo $t-1$ (vergelijking 2):

2

$$CFR_{post, i, t} = \frac{CF_{i, t}}{MW_{i, t-1}}$$

De pre- en postacquisitierendementen kunnen echter niet direct worden vergeleken. Een (verwachte) verbetering van de operationele prestaties zal immers leiden tot een vergroting van de marktwaarde: de synergie-effecten zullen worden verdisconteerd in de waardering van de combinatie door de markt (zie Healy et al., 1992, p. 143). Een eenvoudig rekenvoorbeeld laat zien dat een correctie noodzakelijk is.

Stel dat de doelonderneming T een cashflow heeft van € 50 en de biedonderneming B een cashflow van € 100. Wanneer we aannemen dat zowel T als B een vermogenskostenvoet hebben van 10%, impliceert dit een marktwaarde van € 500 voor T en € 1000 voor B . Hierbij ontstaat dus een jaarlijks cashflowrendement van 10%. De voorgestelde overname van T door B leidt in eerste instantie tot een verwachte cashflow van de combinatie van € 150. Als gevolg van voorspelde synergievoordelen zal de jaarlijkse cashflow naar verwachting echter stijgen tot € 175. Een efficiënte markt kapitaliseert deze verbetering van € 25 naar een toename in marktwaarde met € 250 (bij gelijkblijvende vermogenskostenvoet), en er ontstaat een nieuwe onderneming met een marktwaarde van € 1750 (€ 1000 + € 500 + € 250). Het jaarlijkse cashflowrendement is dan nog steeds 10%, alhoewel er een hogere cashflow is gerealiseerd dan beide ondernemingen afzonderlijk zouden hebben gedaan. Om nu een correcte weergave van verbeteringen in de operationele prestatie te bewerkstelligen, corrigeren we de marktwaarde voor de waardering van de toekomstige cashflowtoename door de markt. Op deze manier krijgen we een cashflowrendement van $175 / (1750 - 250) = 11,7\%$. De synergievoordelen komen nu wel terug in een hoger cashflowrendement⁵.

In onze studie worden alle postacquisitiejaren gecorrigeerd voor deze kapitalisatie van de verwachte synergie. Om deze te berekenen wordt voor de doelonderneming de verandering in marktwaarde bepaald vanaf vijf dagen voor het eerste bod (niet noodzakelijk door de uiteindelijke koper) tot de datum dat de betreffende onderneming van de beurs wordt gehaald, en voor de biedonderneming vanaf vijf dagen voor zijn eerste bod tot de dag dat de doelonderneming van de beurs wordt gehaald⁶. Door deze veranderingen bij elkaar op te tellen wordt de kapitalisatie door de markt als gevolg van de verwachte synergie geïdentificeerd. Conform het voorbeeld uit de vorige alinea wordt nu de marktwaarde van de nieuwe combinatie in de postacquisitiejaren gecorrigeerd met deze verandering.

Door de operationele prestaties van de doel- en biedonderneming te analyseren vóór de overname krijgen we als het ware een 'pro forma'-prestatie van de nieuwe combinatie. Vergelijking van de postacquisitieprestatie met deze 'pro forma'-prestatie kan duiden op het optreden van eventuele synergievoordelen. Verschillen tussen pre- en postacquisitieprestaties kunnen echter ook ontstaan door ontwikkelingen binnen de industrie (bedrijfstak) of economie, waardoor eventuele veranderingen in operationele prestatie niet per se door

synergievoordelen als gevolg van de overname worden veroorzaakt (Healy, 1992; Switzer, 1996). Om deze mogelijke invloedsfactoren te ondervangen worden de operationele prestaties in zowel de pre- als de post-acquisitieperiode gecorrigeerd voor de operationele prestatie van de industrie (waarin tevens de schommelingen in de economie zijn opgesloten).

Voor de preacquisitieperiode wordt voor iedere biedonderneming B en doelonderneming T een apart industrieportfolio geconstrueerd. Deze portfolio bestaat uit ondernemingen actief in dezelfde sector als B respectievelijk T . De betreffende ondernemingen zelf worden buiten de portfolio gehouden. De industrie van de doelonderneming wordt aangeduid met IT en die van de biedonderneming met IB .

Het cashflowrendement van de portfolio van de bieden doelindustrie wordt berekend aan de hand van de mediaanwaarden van zowel de cashflow als de marktwaarde van de activa (zie Healy et al., 1992, p. 141). Op deze manier kan de invloed van uitschieters worden beperkt. De industriële operationele prestatie in de preacquisitieperiode wordt samengesteld als het gewogen gemiddelde van het cashflowrendement op de marktwaarde van de activa van de portfolio van zowel de bied- als de doelindustrie, waarbij de gewichten de relatieve grootte van de marktwaarde van de activa van de bied- en doelonderneming zijn. De industriële operationele prestatie ($ICFR$) in de preacquisitieperiode wordt berekend als:

3

$$ICFR_{pre, i, t} = \left(\frac{MW_{B, i, t-1}}{MW_{B, i, t-1} + MW_{T, i, t-1}} \right) \frac{CF_{IB, i, t}}{MW_{IB, i, t-1}} + \left(\frac{MW_{T, i, t-1}}{MW_{B, i, t-1} + MW_{T, i, t-1}} \right) \frac{CF_{IT, i, t}}{MW_{IT, i, t-1}}$$

De relatieve grootte van de marktwaarden van de activa gebruiken we om rekening te houden met de relatieve invloed van de bied- en de doelindustrie op combinatie i .

Voor de postacquisitieperiode geldt een zelfde vergelijking, maar met als verschil dat we voor de gewichten gebruikmaken van de relatieve marktwaarden van de activa van de bied- en doelondernemingen van één

jaar vóór de acquisitie om te corrigeren voor de invloed van de industrie in de periode na de overname (zie vergelijking 4, deze marktwaardes worden aangeduid als bijvoorbeeld $MW_{B,i,t-1}$ in het geval van de marktwaarde van de biedonderneming in het jaar vóór acquisitie). Dit omdat de marktwaarden van activa van de bied- en doelondernemingen na de overname niet afzonderlijk zijn vast te stellen.

4

$$ICFR_{post,i,t} = \left(\frac{MW_{B,i,t-1}}{MW_{B,i,t-1} + MW_{T,i,t-1}} \right) \frac{CF_{IB,i,t}}{MW_{IB,i,t-1}} + \left(\frac{MW_{T,i,t-1}}{MW_{B,i,t-1} + MW_{T,i,t-1}} \right) \frac{CF_{IT,i,t}}{MW_{IT,i,t-1}}$$

Om nu de effecten van een fusie of overname te kunnen beoordelen, corrigeren we de operationele prestatie van combinatie i voor de industriële operationele prestatie ($IGCFR$), zowel voor als na het samengaan (zie vergelijkingen 5 en 6).

5

$$IGCFR_{pre,i,t} = CFR_{pre,i,t} - ICFR_{pre,i,t}$$

6

$$IGCFR_{post,i,t} = CFR_{post,i,t} - ICFR_{post,i,t}$$

3.2 Cashflowrendement op de netto-omzet

Een alternatieve methode om veranderingen in de operationele prestatie te analyseren, is te kijken naar de verhouding tussen de cashflow en de netto-omzet. Synergievoordelen in de vorm van kostenbesparingen kunnen zich immers vertalen in een cashflow die sterker groeit (of minder sterk daalt) dan de netto-omzet. Door de cashflow te delen door de netto-omzet en dit rendement vóór en ná de overname te vergelijken, kunnen we synergievoordelen identificeren. We kunnen hierbij niet spreken van een echt rendement, daar er tussen cashflow en netto-omzet geen input-outputverhouding bestaat; de term 'return on sales' is echter niet ongebruikelijk.

Het model voor deze analyse kent dezelfde structuur als die van het cashflowrendement op de marktwaarde van de activa, met als verschil dat de cashflow in jaar t in dit model niet wordt gedeeld door de netto-omzet in jaar $t-1$ maar door de netto-omzet in jaar t . In voorgaande vergelijkingen betekent dat dus dat elke marktwaardevariabele wordt vervangen door een omzetvariabele. De methode blijft verder gelijk voor wat betreft wegen en correcties.

4 Onderzoekspopulatie

De onderzoekspopulatie bevat combinaties gerealiseerd door middel van een fusie of overname tussen begin 1986 en eind 1995. Voor deze periode is gekozen omdat we de operationele prestaties van de combinaties vier jaar vóór en vier jaar ná de overname willen analyseren op eventuele veranderingen. De keuze voor deze periode werd verder ondersteund door het feit dat de beschikbare bronnen weinig informatie verschaffen over jaarcijfers van beursgenoteerde ondernemingen vóór 1980 en omtrent overnames in Nederland vóór 1984. De populatie bestaat uit overnames van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen door andere Nederlandse of buitenlandse beursgenoteerde ondernemingen. De keuze voor beursgenoteerde ondernemingen is vanwege de beschikbaarheid van cijfers uit de jaarrekening, daar deze een publicatieplicht kennen. Tabel 1 geeft de selectieprocedure van de populatie weer.

Tabel 1. Selectieprocedure

Klantwaarde	aantal
'Dead shares', geregistreerd door Thomson Datastream, van de Amsterdamse Effecten Beurs tussen begin 1986 en eind 1996	216
Gebrek aan informatie of geen verwijzing naar overname	116
	100
Vastgoedfonds, overname door middel van buy-out of private bidder of faillissement	30
Overige redenen	9
Overname van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen door andere beursgenoteerde onderneming in de periode 1986-1995	49
Overname van financiële onderneming	10
Gebrek aan financiële gegevens	8
Marktwaarde van de activa (netto-omzet) van de doelonderneming <10% van de marktwaarde van de activa (netto-omzet) van de combinatie	13
Onderneming verwijderd om dubbel telling te voorkomen	4
Onderzoekspopulatie	14

Om tot een geschikte steekproef te komen, zijn we begonnen met een lijst van alle 'dead shares' van de Amsterdamse Effecten Beurs tussen begin 1986 en eind 1996, opgesteld met behulp van Thomson Datastream. Deze lijst presenteert een overzicht van alle effecten die gedurende deze periode van de Amsterdamse Effecten Beurs zijn verdwenen (zogenaamde 'delistings')⁷. Met behulp van persberichten uit Reuters Factiva is geïdentificeerd welke soort transactie de desbetreffende 'delisting' vertegenwoordigt. De van de beurs verdwenen effecten waar Reuters Factiva geen informatie over biedt, of die niet direct verwijzen naar een mogelijke overname, worden allereerst buiten de steekproef gehouden⁸. Vervolgens zijn de vastgoedfondsen, overnames door middel van buy-outs of private bidders en faillissementen uit de steekproef verwijderd. Effecten die vanwege een transactie van vóór 1986 of ná 1995 zijn verdwenen, worden geëlimineerd. Ook 'delistings', bijvoorbeeld als gevolg van gebrek aan handel of overtreding van de beursregels, worden niet opgenomen (overige redenen). De overgebleven transacties vertegenwoordigen overnames van ondernemingen genoteerd aan de Amsterdamse Effecten Beurs door andere beursgenoteerde ondernemingen voor de periode begin 1986 tot eind 1995. Overnames van financiële ondernemingen worden buiten de steekproef gehouden, daar deze een afwijkende vorm van jaarverslaggeving kennen en dus niet kunnen worden vergeleken met niet-financiële ondernemingen. We willen dat minimaal vier jaar vóór en vier jaar ná de overname financiële gegevens beschikbaar zijn voor een adequate analyse⁹. Om een meetbaar effect op de nieuwe combinatie te kunnen analyseren, selecteren we vervolgens de transacties waarvan de marktwaarde van de activa (netto-omzet) van de doelonderneming minimaal 10% bedraagt van die van de totale combinatie (Clark & Ofek, 1994). Ten slotte behandelen we de ondernemingen die als gevolg van een fusie met elkaar van de beurs verdwijnen om vervolgens onder een andere notering verder te gaan als één transactie. De uiteindelijke onderzoekspopulatie voor zowel de analyse op basis van de marktwaarde van de activa als de analyse op basis van de netto-omzet bestaat uit veertien combinaties.

De jaarverslaggegevens van de betrokken ondernemingen zijn afkomstig uit Thomson Analytics, en de koersinformatie is betrokken uit Thomson Datastream. Voor jaarverslaggegevens van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen waarvoor de eerstgenoemde geen data verstrekt, is gebruikgemaakt van jaarverslagen uit het bedrijfseconomisch archief van de Erasmus Universiteit te Rotterdam. De ondernemingen in de industrieportfolio's zijn geïdentificeerd op basis van SIC ('Standard Industrial Classification')-codes

en bronnen als corporateinformation.com, business.com en hoovers.com, waarbij is geselecteerd op basis van bedrijfsprofiel. Randvoorwaarde voor gebruik als peeronderneming is de beschikbaarheid van financiële gegevens in Thomson Analytics. Daar Nederland in weinig geschikte vergelijkbare ondernemingen voorziet, hebben we gekozen voor een internationale samenstelling van de portfolio's. Deze bestaan uit minimaal drie ondernemingen met een omzet van \$ 500 miljoen of meer. De internationale samenstelling betekent dat er ook internationale effecten in de portfolio's zitten: economische cycli lopen niet precies gelijk tussen landen, en de omstandigheden per land kunnen leiden tot andere gebruikelijke marges. Er is echter geen mogelijkheid om dit te voorkomen gezien de grootte van de Nederlandse economie.

5 Resultaten

We berekenen voor alle combinaties i de cashflowrendementen op de marktwaarde van de activa en op de omzet vanaf vier jaar vóór de acquisitie tot vier jaar ná de acquisitie. Vervolgens vergelijken we de mediaanwaarden van de preacquisitieperiode met die van de postacquisitieperiode. Deze wijze van vergelijken is gebruikelijk in ex-post-onderzoek. Het gaat immers om kleine tijdreeksen (in dit onderzoek vier jaar per periode), waardoor uitschieters een grote invloed kunnen hebben (zie bijvoorbeeld Switzer, 1996 en Healy et al., 1992).

In kolom I van tabel 2 worden de mediaanwaarden van het cashflowrendement op de marktwaarde van de activa voor ieder jaar t gepresenteerd voor alle combinaties i . Deze ongecorrigeerde preacquisitiemedianwaarden vertonen een licht dalende tendens: van zo'n 25,5% voor $t = -4$ tot zo'n 21,5% in het jaar voor acquisitie. De mediaanwaarde over alle ondernemingen en alle jaren van het preacquisitiecashflowrendement is 24,8%. De postacquisitiemedianwaarden zijn beduidend lager, van bijna 23% in het eerste jaar tot 15% in het vierde jaar, waarbij de mediaanwaarde van alle postacquisitiewaarnemingen 20,3 % bedraagt.

Ook voor het bepalen van de industriegecorrigeerde operationele prestaties berekenen we de cashflowrendementen op de marktwaarde van de activa voor alle combinaties i vanaf vier jaar voor de acquisitie tot vier jaar na de acquisitie. De mediaanwaarden voor ieder jaar t van de industriegecorrigeerde cashflowrendementen worden voor alle combinaties i gepresenteerd in kolom II van tabel 2. Het patroon is hier wat onregelmatig. De preacquisitiewaarden liggen tussen 1 en 6%, en de mediaan van alle gecorri-

Tabel 2. De ongecorrigeerde en industriegecorrigeerde mediaanwaarden van de cashflowrendementen op de marktwaarde van de activa per jaar t ten opzichte van de overname voor alle combinaties i (n = 14).

	I	II
Jaar relatief tot de acquisitie	Ongecorrigeerde Mediaan	Industriegecorrigeerde Mediaan
A: Preacquisitie		
-4	25,41%	2,01%
-3	25,47%	1,78%
-2	23,23%	5,67%
-1	21,51%	4,73%
Mediaan jaarlijkse prestatie	24,82%	3,95%
B: Postacquisitie		
1	22,73%	7,88%
2	19,78%	1,92%
3	17,26%	1,18%
4	15,11%	3,23%
Mediaan jaarlijkse prestatie	20,27%	3,76%

Tabel 3. De ongecorrigeerde en industriegecorrigeerde mediaanwaarden van de cashflowrendementen op de netto-omzet per jaar t ten opzichte van de overname voor alle combinaties i (n = 14).

	I	II
Jaar relatief tot de acquisitie	Ongecorrigeerde Mediaan	Industriegecorrigeerde Mediaan
A: Preacquisitie		
-4	8,84%	-0,27%
-3	10,96%	-0,14%
-2	10,24%	-0,18%
-1	10,43%	-0,75%
Mediaan jaarlijkse prestatie	10,35%	-0,19%
B: Postacquisitie		
1	9,69%	-0,40%
2	10,18%	1,35%
3	7,29%	-1,73%
4	8,01%	0,48%
Mediaan jaarlijkse prestatie	8,37%	-0,13%

geerde waarnemingen is 4,0%. Na het samengaan laten de ondernemingen iets hogere medianen zien, tussen 1 en 8% met een totale mediaan van 3,8%. De ontwikkeling van de industriegecorrigeerde resultaten

is niet eenduidig, en ook de vergelijking van de totale mediaan van het cashflowrendement voor en na het samengaan geeft geen uitsluitsel over het optreden van verbeteringen in de operationele prestaties.

In kolom I van tabel 3 worden de mediaanwaarden van het cashflowrendement op de netto-omzet voor ieder jaar t gepresenteerd voor alle combinaties i . De ongecorrigeerde preacquisitiemediaanwaarden schommelen tussen de 9 en 11%, met een algehele mediaan van 10,4%. In de postacquisitieperiode zijn de cashflowrendementen iets lager, en is de algehele mediaan 8,4%.

De industriegecorrigeerde mediaanwaarden van het cashflowrendement op de netto-omzet worden weergegeven in kolom II van tabel 3. Ook hier zien we geen groot verschil tussen de pre- en de postacquisitieperiode. Evenals bij de rendementen op de marktwaarde zijn de gecorrigeerde rendementen op de netto-omzet relatief beter na de acquisitie dan de ongecorrigeerde. De algemene mediaanwaarden van -0,2% voor en -0,1% na overname zijn echter niet substantieel verschillend.

Om te beoordelen of de verschillen significant zijn, maken we gebruik van de verdelingsvrije Wilcoxon-toets (Siegel en Castellan, 1988). Er is sprake van een onderzoeksontwerp met herhaalde waarnemingen, waarbij we per overname de mediaan van de preacquisitieperiode vergelijken met de mediaan van de postacquisitieperiode. De significanties van de Wilcoxon-toets worden gegeven in tabel 4. Daarbij voeren we de toets ook uit voor de deelverzameling van volledig Nederlandse combinaties, waarbij niet alleen de overgenomen partij maar ook de overnemende onderneming een Nederlands beursfonds is. Uit tabel 4

blijkt dat er geen significante verschillen zitten tussen de pre- en postacquisitierendementen bij de absolute en de gecorrigeerde rendementen; geen van de p -waardes is kleiner dan de gebruikelijke grens van 0,05. Als we kijken naar het gecorrigeerde cashflowrendement op de activa zien we bijvoorbeeld dat voor de gehele steekproef in zes gevallen de mediaan na de overname lager is (een verslechtering van de prestaties), en in acht gevallen hoger (een verbetering). Voor alle rendementscijfers en groeperingen geldt dat er geen duidelijke verbetering of verslechtering is waar te nemen.

Uit de tabellen is zeker geen positieve invloed van overnames op de operationele prestaties waar te nemen. Voorzover er al een conclusie kan worden getrokken, lijkt die te zijn dat het samengaan van ondernemingen weinig effect heeft op de prestaties. Eventuele synergievoordelen komen niet terug in de cashflowrendementen. Het is belangrijk om hierbij op te merken dat de marktwaarden gecorrigeerd zijn voor een eventuele overnamepremie, zoals uiteengezet in de paragraaf over methodologie¹⁰.

6 Conclusie

De bevindingen van dit empirisch onderzoek duiden niet op een verbetering in de operationele prestaties na de overname. De industriegecorrigeerde cashflowrendementen op zowel de marktwaarde van de activa als de netto-omzet laten in de postacquisitieperiode

Tabel 4: Vergelijking van mediaan van de preacquisitieperiode met de mediaan van de postacquisitieperiode op basis van de marktwaarde van de activa en de omzet voor alle combinaties i aan de hand van de verdelingsvrije Wilcoxon-toets. Post < pre is het aantal combinaties waarvoor de mediaan na overname kleiner is dan voor overname, post > pre het aantal combinaties waarbij de mediaan na overname groter is. De p -waarde geeft aan of het verschil tussen de rendementen voor en na overname significant is.

	rendement op activa			rendement op omzet		
	industriegecorrigeerd			industriegecorrigeerd		
	post < pre	post > pre	p	post < pre	post > pre	p
Totaal (n = 14)	6	8	0,638	8	6	0,300
Nederlands (n = 9)	3	6	0,767	4	5	0,678
	absoluut			absoluut		
	post < pre	post > pre	p	post < pre	post > pre	p
Totaal (n = 14)	10	4	0,109	6	8	0,862
Nederlands (n = 9)	6	3	0,214	3	6	0,260

geen veranderingen zien ten opzichte van de preacquisitieperiode. Deze studie geeft een indicatie van het uitblijven van synergievoordelen bij het overnemen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

Een kanttekening bij deze studie is de kleine omvang van de onderzoekspopulatie. Nederland kent nu eenmaal een kleinschaligere economie dan de Verenigde Staten, waarvan het leeuwendeel van het empirisch onderzoek naar de waardecreërende effecten bij overnames afkomstig is. In combinatie met de criteria voor opname in het onderzoek heeft dit slechts geleid tot een steekproef van veertien geschikte overnames. Een tweede opmerking betreft de mogelijke invloed van andere factoren dan genoemd in dit onderzoek op de operationele prestaties in de postacquisitieperiode, die het identificeren van synergie-effecten als gevolg van de overname zouden kunnen bemoeilijken. De overname is immers niet de enige gebeurtenis die van invloed is op de ondernemingsprestaties.

Ondanks deze beperkingen zijn we van mening dat dit onderzoek een goed beeld geeft over het optreden van waardecreërende effecten bij deze overnames van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Gegeven de resultaten rijst de vraag waarom overnemen een (vrij) frequent verschijnsel is. Daar zijn drie mogelijke antwoorden op te geven. De eerste is dat het zonder de overname nog veel slechter met de ondernemingen zou zijn gegaan, en dat het uitblijven van een verslechtering feitelijk winst is. In de tweede plaats kan er sprake zijn van niet-economische motieven. Zo meent Bower (2001) dat managers aangetrokken zijn tot de uitdaging van een deal en de status van het leiden van een grotere onderneming en dit vaak verbloemen met economische en/of strategische motieven. Daarnaast blijken zij over het algemeen aan zelfoverschatting te lijden en daardoor eventuele synergievoordelen niet adequaat in te schatten (Roll, 1986). Schenk (1996) legt nadruk op het strategisch dilemma, waarbij concurrenten elkaar volgen in het overnamedrag. Ondernemingen zuigen elkaar op deze wijze mee in een fusiegolf, want niet meedoen kan immers spijt tot gevolg hebben. De derde reden is gelegen in het feit dat overnames op zichzelf geen waarde creëren, maar dat die waarde pas ontstaat door het benutten van de nieuwe strategische mogelijkheden, door het integreren van operationele activiteiten met de bijbehorende moeilijke keuzes, door het overbruggen van cultuurverschillen – kortom, na de overname begint het waardescheppen pas. Sommige ondernemingen slagen daar goed in, voor anderen is dat veel moeilijker. Maar gezien het feit dat

er vaak forse overnamepremieën worden betaald, is dat wel noodzakelijk om een overname een economisch succes te laten zijn. ■

Literatuur

- Andrade, G., M. Mitchell en E. Stafford, (2001), New Evidence and Perspectives on Mergers, in: *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 103-120.
- Bower, J.L., (2001), Not All M&A's Are Alike and That Matters, in: *Harvard Business Review*, March, pp. 93-101.
- Clark, K. en E. Ofek, (1994), Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms; An Empirical Investigation, in: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, pp. 541-565.
- Corhay, A. en T. Rad, (2000), International acquisitions and shareholder wealth. Evidence from the Netherlands, in: *International Review of Financial Analysis*, 9:2, pp. 163-174.
- Dorsman, A.B., (1997), *Vermogensstructuur en vermogensmarkt*, Kluwer, Deventer.
- Frederikslust, R.A.I van, V. van der Wal en H. Westdijk, (2000), Effecten van fusies en acquisities op aandelenrendementen: theorie en empirie, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 74, nr. 6, pp. 264-284.
- Healy, P.M., K.G. Palepu en R.S. Ruback, (1992), Does corporate performance improve after mergers?, in: *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135-175.
- Mueller, D.C., (1996), Lessons from the United States's Antitrust History, in: *International Journal of Industrial Organization*, 14, pp. 415-445.
- Peer, H., (1980), The Netherlands, 1962-1973, in: Mueller, D.C. (ed.), *The Determinants and Effects of Mergers: An international Comparison*, Cambridge, Mass., Oelgeschlager, Gunn & Hain, pp. 163-191.
- Roll, R., (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: *Journal of Business*, 59, pp. 197-216.
- Schenk, H., (1996), Bandwagon Mergers, International Competitiveness, and Government Policy, in: *Empirica*, 23(3), pp. 255-278.
- Schenk, H., (1999), *Are International Acquisitions A Matter of Strategy Rather Than Wealth Creation?*, working paper, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Siegel, S. en N.J. Castellan, (1988), *Nonparametric Statistics for the Behavioural Sciences* (2nd edition), McGraw-Hill.
- Sirower, M.L., (1997), *The Synergy Trap*, The Free Press, New York.
- Switzer, J.A., (1996), Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions, in: *Journal of Economics and Business*, 48(5), pp. 443-460.
- Westerman, W., (2003), *Hollands glorie gaat Europees: financieel management bij directe buitenlandse investeringen in Europa*, proefschrift, Rijksuniversiteit Groningen.

Noten

- 1 Overigens zijn de bedrijfskundige implicaties van een min of meer gelijkwaardige fusie anders dan die van de overname van een klein bedrijf door een veel grotere onderneming. Uiteindelijk zullen beide echter moeten leiden tot waardecreatie. In het vervolg van het artikel zal de term overname worden gebruikt.
- 2 Westerman (2003) beschrijft kwalitatief een aantal investeringskeuzes (waaronder overnames) door Nederlandse ondernemingen. Onderdeel

- van alle keuzes was een gedegen financiële onderbouwing.
- 3 Voor een overzicht van studies van voor 1992 verwijzen we naar Mueller (1997).
 - 4 Hierin ligt het grote verschil met het onderzoek van Peer (1980), die in zijn onderzoek winst na belastingen gebruikt.
 - 5 Het rekenvoorbeeld is uiteraard gestileerd: het is alleen geldig als alle genoemde cashflows constant en oneindig zijn. Het achterliggende effect (een directe toename van de marktwaarde als gevolg van het verdisconteren van synergievoordelen) is echter reëel en vraagt om de toegepaste correctie.
 - 6 Om eventuele effecten als gevolg van geruchten over een ophanden zijnde overname op de koersen van de betrokken ondernemingen te vermijden, hanteren we het prijsniveau van vijf dagen voor de overname (zie onder andere ook Healy et al. (1992) en Switzer (1996).
 - 7 Voor eind 1996 is gekozen omdat mogelijkwerwijs een in 1996 verdwenen effect kan verwijzen naar een overname in 1995.
 - 8 Datastream registreert naast gewone aandelen ook effecten als warrants, claims en preferente aandelen.
 - 9 Voor vier combinaties zijn de gegevens slechts voor zeven in plaats van de geëiste acht jaar beschikbaar. In alle gevallen gaat het dan om een ontbrekend preacquisitiejaar. De resultaten veranderen niet substantieel als deze combinaties uit de steekproef worden gelaten.
 - 10 Analyse op basis van de cashflowrendementen zonder de correctie voor toename van de marktwaarde als gevolg van verwachte synergie leidt tot een significante daling (p-waarde 0,004) van de absolute prestaties, waarbij de jaarlijkse mediaan daalt van 23,82% naar 18,38%. De industriegecorrigeerde prestaties laten een daling in de jaarlijkse mediaan zien van 2,29% naar 1,36% (p-waarde 1,000).