

Toxische fusies en overnames liggen weer op de loer nu het beter gaat

Jurriaan Besorak en Erik Roelofsen

Met een AEX-index rond de 400 punten en private-equityfondsen die uitkijken naar de verkoop van hun belangen, staan we volgens velen aan de vooravond van een nieuwe fusie- en overnamegolf. De lakmoesproef is of bestuurders zich beperken — net als voor de crisis — tot ‘aandeelhouderswaardecreatie’ of dat ze ditmaal beter in staat zijn om waarde voor de gehele economie te creëren. Als ze terugvallen in oude gewoonten, liggen toxische fusies en overnames weer op de loer.

Een van de lessen die bestuurders uit de crisis hebben getrokken, is dat de extreme focus op aandeelhouderswaarde was doorgeslagen. Het Rijnlandse

model heeft populariteit teruggewonnen. Het moet dus anders. Maar vraag bestuurders hoe zij fusies en overnames concreet anders gaan aanpakken en het blijft meestal angstvallig stil.

Het heersende paradigma is nog steeds aandeelhouderswaardecreatie. Aandeelhouders nemen het resterende risico nadat alle overige stakeholders aan hun verplichtingen hebben voldaan. Het is dus logisch om hun belang voorop te stellen wanneer risicovolle beslissingen worden genomen. Maar risico's die voor aandeelhouders acceptabel zijn — omdat ze die in hun portefeuille kunnen spreiden — kunnen voor andere stakeholders rampzalig zijn.

Die risico's zijn beheersbaar als ondernemingen investeren in organische groei en op ieder moment kunnen besluiten

om met hun idee te stoppen of het idee bij te sturen. Maar met overnames nemen ondernemingen een grotere gok. Zij investeren ineens een groot bedrag en kunnen niet meer terug. Dat vereist een zorgvuldigere afweging van de risico's voor alle stakeholders. Die analyse wordt tot nu toe onvolledig gedaan.

Een van de grootste overnames door een Nederlandse onderneming van de afgelopen twintig jaar was de overname van Bestfoods door Unilever in 1999. Een deal die vele jaren later door het management als ‘waardenutraal’ voor aandeelhouders werd bestempeld; niets gewonnen, niets verloren. In termen van aandeelhouderswaarde is dat wellicht zo. Maar kijken we naar het economische effect, dan moeten we constateren dat de overname gepaard ging met ba-

nenverlies en een teruglopend aantal patentaanvragen. Weliswaar behielden aandeelhouders een stuk taart, maar de taart als zodanig was kleiner geworden.

Bestuurders moeten behalve iets anders zeggen, ook iets anders doen. De analyse die vooraf gaat aan een overname, moet anders. Meet niet alleen het rendement en de risico's voor aandeelhouders, maar maak ook expliciet wat de economische gevolgen en risico's zijn voor consumenten, werknemers, toeleveranciers en de maatschappij.

Bij overnames investeren ondernemingen een groot bedrag ineens en kunnen zij niet meer terug

Bepaal de extra waarde die consumenten krijgen door goedkopere en betere producten. Bepaal hoeveel waarde wordt gecreëerd of vernietigd door werkgelegenheidseffecten. Bepaal de effecten van de overname op maatschappij en milieu.

De bijzondere positie van aandeelhouders weegt zwaar, maar de taart wordt niet groter door hun een groter stuk te geven. Waarde creëer je door mensen, kennis en kapitaal optimaal te benutten. Overnames die slechts waarde en risico's van de ene partij naar de andere verschuiven, hebben een laag maatschappelijk nut. Ze creëren geen concurrentiekracht en leiden niet tot meer welvaart.

Jurriaan Besorak is verbonden aan PwC. Erik Roelofsen is hoogleraar aan de Erasmus Universiteit.