

# Een nuttig antwoord op de spelletjes stratego die concerns rijp voor de sloop hebben gemaakt



ILLUSTRATIE OLIVIA ETTEMA

Hans Schenk

De auteur is hoogleraar economie en directeur van het Tjallingii C. Koopmans Research Institute van de Utrecht School of Economics van de Universiteit Utrecht.

Met hun enorme oorlogskas, mede gevoerd door pensioenfondsen die geschrokken zijn weggelopen van de beurs, zijn particuliere participatiemaatschappijen de nieuwe hoofdrolspelers in de economie. Nadeel: er is weinig toezicht. Maar deze ontwikkeling heeft ook positieve kanten.

Participatiemaatschappijen worden wel de stille multinationalen van het nieuwe millennium genoemd. Tot voor kort hoorde of zag je ze bijna niet, of schoon inmiddels honderden van de grotere bedrijven effectief door hen bestuurd worden. Momenteel horen we echter vrijwel dagelijks over ze, en dat is niet alleen omdat ze het oog hebben laten vallen op bedrijven uit ons land (V&D, PCM, en kortgeleden VNU). Vooral de laatste vijf jaar zijn zowel hun middelen als hun investeringen explosief gegroeid.

Sommige participatiemaatschappijen draaien hun hand niet meer om voor investeringen van meer dan een miljard, terwijl in het verband van een consortium (in jargon: een 'club') al enkele malen de 10 miljard is overschreden.

Waar komt die explosieve groei zo plotseling vandaan? En hoe moeten we het optreden van deze bedrijven waarderen? Heeft onze economie er baat bij, of niet? Helaas is nog maar weinig steekhoudend onderzoek gedaan naar de achtergronden en effecten van het optreden van participatiemaatschappijen. Dat heeft vooral te maken met het

besloten karakter van hun operaties. Participatiemaatschappijen zijn doorgaans niet genoteerd aan een beurs, of slechts als geconsolideerde dochter van een groter bedrijf (doorgaans een bank). Daarom hoeven ze vrijwel nooit zakelijke informatie openbaar te maken. De informatie die toch vrijgegeven wordt, staat bol van de public relations, of op zijn minst in het teken van de acquisitiestrategie.

Voor een goed begrip van hun optreden moeten we hen om te beginnen onderscheiden van participatiemaatschappijen die zich op de durfkapitaalmarkt hebben gegooid. Deze laatste participatiemaatschappijen staan beter bekend als *venture capital* (VC) bedrijven. Ze proberen rijk te worden door het ondersteunen van veelbelovende, meestal kleinere of zelfs startende ondernemingen met een aansprekend idee. VC-bedrijven vervullen een nuttige rol in de economie door initiatieven te ondersteunen die in de ogen van gewone geldschijters te risant zijn, maar die, als ze slagen, een hoog rendement opleveren. De economie heeft er baat bij, omdat zo meer innovatie totstandkomt.

## Fusietoets van NMa en van Europese Commissie is een lachertje

De momenteel in de belangstelling staande participatiemaatschappijen zijn echter veel omvangrijker in termen van bestede middelen. Deze participatiemaatschappijen kopen doorgaans bestaande, beursgenoteerde ondernemingen op om er iets mee te doen dat geld oplevert.

Aangezien de meeste doelwitbedrijven grotendeels in handen zijn van andere bedrijven en institutionele beleggers, slaagt zo'n poging zodra die grootaandeelhouders bereid zijn zich te laten uitkopen (vandaar de benaming 'buy-out'). Het doelwit wordt op slag een particuliere onderneming, met alle voordelen van dien. De soms strenge beursregels inzake verantwoording en informatieverstrekking gelden niet meer, en ook de steeds pregnanter corporate

governance richtlijnen kunnen opzij geschoven worden.

Daarnaast werken participatiemaatschappijen vaak samen met het management van een onderneming dat van plan is de eigen aandeelhouders uit te kopen, de zogenoemde 'management buy-out'. Bestuurders worden dan voor een relatief klein deel eigenaar van hun onderneming en verwacht kan worden dat zij dan meer verantwoord omgaan met de hun ter beschikking staande middelen. Grosso modo komt die verwachting uit.

Het optreden van participatiemaatschappijen in de 'gewone' buy-out markt kan het best in het licht gezien worden van wat ik 'een herstructureringsgolf' heb genoemd. Deze bestaat voor het wassende gedeelte uit plotseling sterk toenemende aantallen fusies respectievelijk overnames. Het wassende deel van de jongste herstructureringsgolf (de vijfde in honderd jaar) liep van 1995 tot 2000. Sedertdien is het aantal fusies met een factor tien gedaald.

Tijdens het wassende deel van de golf geldt: wie niet eet, wordt gegeten. Iedere manager van een groot concern ('top-manager') weet dat dit gedragsprincipe de essentie is van strategisch management. Wie loert er momenteel naar ons, wie kan zich veroorloven ons op te eten, wat kunnen we doen om hem om de tuin te leiden, of is de aanval de beste verdediging? Waar halen we dan het geld vandaan, moeten we het lenen, of kunnen we beter nieuwe aandelen uitgeven? Betalen we in cash, of door middel van een aandelenruil?

Dit zijn zeer boeiende kwesties, en er is veel hoogwaardige knowhow nodig om ze adequaat te kunnen beantwoorden. Maar ze gaan uiteindelijk nergens over. Tenminste, als het de bedoeling van een economie is om vooruit te komen, om reële waarde te scheppen, zeg maar om economische groei te creëren.

Omdat verreweg de meeste fusies en overnames niet op touw zijn gezet om waarde te scheppen, maar om mee te doen in de spelletjes stratego die grote concerns noodgedwongen met elkaar spelen, is het niet verbazingwekkend dat de meeste fusies en overnames in

economische termen mislukken.

Over de gevolgen van dergelijke mislukkingen moet niet geringschattend worden gedaan. Die zijn dermate omvangrijk dat een economie er gemakkelijker door in een recessie terecht kan komen. De succesvolle fusies zijn qua aantal én qua middelen te gering om dergelijke negatieve effecten te kunnen compenseren.

Er is in dit verband slechts één conclusie mogelijk: verreweg de meeste grote fusies zijn in welk opzicht dan ook – uitgezonderd dat van het welbehagen van bestuurders – onwenselijk voor onze economie (maar, helaas, zonder wijzigingen in het fusietoets, onontkoombaar voor onze grote, internationale spelers, of de zojuist bedoelde bestuurders of nu persoonlijk voordeel bij hebben of niet).

Het ontbreken van solide bedrijfseconomische argumenten voor dergelijke fusies is precies wat de participatiemaatschappijen ruimte tot handelen geeft. Participatiemaatschappijen zijn niet in de markt om bedrijven simpelweg over te nemen doch om ze uiteindelijk weer te verkopen, met winst uiteraard. 'Without an exit', zo schreef de Britse *Economist* enige tijd geleden, 'there can be no profits.'

Die winst moet ergens vandaan komen. De belangrijkste winstbron is gelegen in het weer ongedaan maken van eerdere fusies. Doordat er tijdens een herstructureringsgolf zo veel fusies mislukken, komen er ook veel concerns tot stand waarvan de afzonderlijke delen bij elkaar opgeteld meer waard zijn dan die delen als onderdeel van een groter geheel. Deze concerns zijn dus 'rijp voor de sloop'. Soms maken commentatoren of politici zich druk over die splitsingstactiek van de participatiemaatschappijen, maar ze hadden er beter aan gedaan zich druk te maken toen de nu slooprijke concerns hals over kop aan het fuseren sloegen.

Het sloopvoordeel kan via de door participatiemaatschappijen gehanteerde financieringsmethode groter uitpakken dan het feitelijk is. Vrijwel alle 'gewone' buy-outs worden immers voor het overgrote deel gefinancierd met geleend vermogen. Daardoor kan gebruik worden gemaakt van de zogenaamde

hefboomwerking – men spreekt daarom van 'leveraged buy-outs'. Een voorbeeld kan dit verduidelijken. Stel dat bedrijf K wordt gekocht voor 8 miljard. De participatiemaatschappijen brengen zelf 1 miljard op, de rest wordt geleend van institutionele beleggers, bijvoorbeeld pensioenfondsen. Indien verkoop in delen 9 miljard oplevert, en er dus een waardevermeerdering heeft plaatsgevonden van 12,5 procent, kunnen de leningen zonder probleem worden terugbetaald en houden de participatiemaatschappijen 2 miljard in de zak – het rendement op hun investering is dan bij een relatief geringe waardestijging maar liefst honderd procent.

Zo lang er dus aanbod van fusiekneusjes is (voorwaarde no. 1), en geldschijters geen andere investeringsprojecten omhanden hebben (voorwaarde no. 2), zijn de participatiemaatschappijen de koning te rijk. Aangezien het aantal mislukte fusies in de jongste golf groter was dan ooit, vooral doordat de ermee gemoeide bedragen enorm de pan uit rezen (zo betaalde Vodafone voor de overname van Mannesmann een bedrag dat groter was dan een derde van ons totale binnenlands product), is nu ineens ook de uitkoopmarkt groter dan ooit. Aan de eerste voorwaarde is daarmee voldaan.

De tweede voorwaarde is wat moeilijker te taxeren. Ik zou hopen, dat de belangrijkste geldschijters van de participatiemaatschappijen – kort daarvoor de belangrijkste beleggers op de beurs, en daarmee mede verantwoordelijk voor al die fusiemislukkingen – hun lesje hebben geleerd en zich nu hebben begeerd tot reële economische groei in plaats van groeiende aandeelhouderswaarde. Maar de geschiedenis van de vijf herstructureringsgolven tijdens de afgelopen honderd jaar stemt in dat opzicht somber. Ik hou het daarom eerder op het volgende. De fusiekneusjes uit de jongste herstructureringsgolf zijn ook zelf aan het rationaliseren geslagen – zoals dat gebeurt in de *aftermath* van iedere fusiegolf. Veel bedrijven (denk aan KPN en Numico) hebben tijdens de afgelopen jaren in hoog tempo tal van overnames weer afgestoten (uiteraard tegen verliezen van honderden miljoe-

nen of zelfs enkele miljarden). Dat is de institutionele beleggers natuurlijk niet ontgaan. Daarnaast zijn de nog resterende investeringsmiddelen vooral aangewend om de bedrijven bedrijfseconomisch weer op orde te brengen – want dat was men in alle fusiedrukke even vergeten. Hoe belangrijk ook, voor geldschijters zijn dat geen aansprekende projecten; er worden bovendien geen emissies voor gedaan. Tel deze zaken bij elkaar op, en het is niet raar dat bijvoorbeeld pensioenfondsen thuis geven wanneer er participatiemaatschappijen aankloppen.

De participatiemaatschappijen hebben in hun speurtocht naar middelen nog een troefkaart uitgespeeld. Doordat er nu op veel uitgebreidere schaal dan voorheen wordt opgetreden in 'clubs', kunnen biedingsoorlogen voorkomen worden. Voor institutionele beleggers betekent dit, dat er prudent wordt omgesprongen met hun middelen.

Moet nu op grond van het bovenstaande geconcludeerd worden dat het allemaal rozegeur en maneschijn is met die participatiemaatschappijen? Helaas niet. Het lokaas van zeer hoge

## De meeste grote fusies zijn in ieder opzicht onwenselijk voor onze economie

rendementen bij geringe inspanning zou er ook wel eens toe kunnen leiden dat de participatiemaatschappijen wat al te enthousiast aan het kopen slaan, zodat ook bedrijven onder de hamer gaan die een hecht en productief geheel vormen.

Vooralsnog lijkt de vijver met fusiekneusjes echter zo omvangrijk dat angst voor dit effect – op dit moment – waarschijnlijk niet groot hoeft te zijn. Ook is het denkbaar dat de participatiemaatschappijen geen haast gaan maken met het opsplitsen van economisch onverstane fusieconstructies, maar juist hopen op een volgende fusiegolf om daarin mee te gaan spelen met hun nieuw verworven bezit. VNU zou dan niet worden opgebroken in een vijftal zelfstandige eenheden, wat erg verstan-

dig lijkt, maar verkocht worden aan een concurrent die meent via schaalgrotere andere concurrenten weer te kunnen afschrikken. Die concurrent wordt daartoe het meest geprikkeld tijdens een fusiegolf, maar hij kan ook het zekere voor het onzekere nemen en alvast nu overgaan tot een acquisitie. In jargon spreken we dan van een 'pre-emptieve overname'. Dat lijkt heel slim, en op individuele basis is het dat ook, maar het effect op derden kan voor onze economie opnieuw flink negatieve effecten hebben. Derden worden nu immers opnieuw geprikkeld om mee te gaan spelen. Het is niet moeilijk om in te zien wat hiervan het gevolg zal zijn: er zal een nieuwe herstructureringsgolf ontstaan.

Een duidelijk antwoord op de hierboven gestelde vraag betreffende de baten van participatiemaatschappijen voor onze economie is dus niet te geven. In sommige gevallen zijn participatiemaatschappijen nuttig doordat ze concerns, die zich onder druk van andere concerns – en vervolgens van de beurs – in het fusiegewoel wierpen, helpen de gedane fusies weer te ontmantelen, in andere gevallen voeden ze juist de totstandkoming van dergelijke fusies omdat ze de opgekochte bedrijven als partijen weer de arena van economische onwenselijke fusies binnenlooden.

De kern van de hier mogelijk de kop opstekende problemen ligt echter niet bij de participatiemaatschappijen maar bij de zich periodiek manifesterende fusie-euforie. In dat verband is in ieder geval duidelijk dat het fusietoets van NMa en Europese Commissie – zowel als dat van de twee Amerikaanse toezichthouders – in het geheel niet is toegesnesen op de moderne herstructureringsproblematiek. Deze organisaties werken nog volgens de economische leerboekjes uit de jaren zestig. Het mag dan ook niet verbazen dat de sleutelrolspelers op deze markt zich voor de bühne nog wel eens beklagen over de fusiepolitie maar zich binnenskamers een bult lachen over de Haagse en Brusselse gewichtigdoenerij van respectievelijk minister Brinkhorst en eurocommissaris Kroes.