

Meeste overnames een drama

Miljardenovernames in het internationale bedrijfsleven zijn aan de orde van de dag. De meeste kosten investeerders vaak meer dan ze opleveren, weet Killian McCarthy van de Rijksuniversiteit Groningen.

DICK OFFRINGA

Afgelopen week nog was het weer raak. British American Tobacco (BAT), moederbedrijf van tabaksfabrikant Niemeyer in Groningen, neemt de Amerikaanse branchegenoot Reynolds over. Met de aankoop van 57,8 procent van de aandelen lijft grootaandeelhouder BAT het totale bedrijf in. Voor die transactie legt de tabaksproducent 49,4 miljard dollar op tafel, wat een premie van 26,4 procent betekent boven op de waarde die de aandeelhouders aan Reynolds hadden toegekend. Tel uit je winst.

De Italiaanse brillenmaker Luxottica, bekend van de merken Ray-Ban en Oakley, fuseert als alles goed gaat met de Franse producent van brillenglazen Essilor (Varilux). Daardoor ontstaat een brillengigant (140.000 werknemers) met een marktwaarde van circa 46 miljard euro. Luxottica lost zo een opvolgingsprobleem op. Het wegvallen van de onderlinge concurrentie en een hogere efficiëncygraad moet een kostenvoordeel van 400 tot 600 miljoen euro per jaar opleveren.

De Ier Killian McCarthy, assistent-hoogleraar aan de economische faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen, bestudeert dit soort fusies. Het liefste als ze, erkent hij eerlijk, geschiedenis zijn. Dan zijn de werkelijke effecten ervan zichtbaar en meetbaar.

Want over de jongste tabaksfusie heeft hij wel een idee maar geen wetenschappelijke zekerheid. Hij vermoedt een overlevingsstrijd voor de bedrijven die geconfronteerd worden met een krimpende markt en



Topman Jürgen Schrempp (links) van Daimler en Chrysler-topman Robert Eaton lachen in mei 1998 als ze de overname door Daimler bekendmaken. De deal heeft Daimler tientallen miljarden dollars verlies opgeleverd. FOTO AFP

hoge claims wegens gezondheidsschade. Het uit de markt halen van een concurrent kan in combinatie met efficiencyvoordelen geld opleveren om én de claims te dragen én nieuwe producten te kunnen ontwikkelen. „Maar dit is nu nog puur veronderstelling.”

Grote overnames vinden in elk tijdsgewricht plaats, maar hebben niet altijd dezelfde achtergrond, weet hij. In de jaren zestig van de vorige eeuw was risicospreiding het motto: meer producten of sectoren in huis halen om eventuele tegenvallers in één sector te compenseren. „In de jaren negentig kwamen erachter dat die risicospreiding niet werkte en dat bedrijven zich beter kunnen focussen. Dat je beter één ding goed kunt doen dan vele niet zo goed.”

De motieven voor fusies lijken ook tijdgebonden. McCarthy: „In de jaren tachtig en negentig was 80 procent van de overnames niet ingegeven door noodzaak, maar doordat de topmannen zo grote rijken wilden vormen. Ze wilden *the biggest guy* zijn.”

In grote lijnen zijn er in het bestaan van bedrijven twee momenten waarop fusies plaatsvinden. Het

‘85 procent van de overnames levert niets op of is zelfs schadelijk’

eerste is het moment dat er een neergang in omzet of winstgevendheid dreigt, aldus McCarthy. Bedrijven zoeken hun heil in nieuwe technologieën om een sprong voorwaarts te maken. Een voorbeeld daarvan is de overname van Motorola door Google.

De tweede belangrijke fase is wanneer zich een soort eindtijd aandient voor een sector. Door via fusie de concurrentie te elimineren, kunnen twee partijen gezamenlijk dan hun inkomsten nog op peil houden. De samensmelting in de tabak lijkt daarvan het jongste voorbeeld.

Er zijn meerdere feiten over fusies die aandeelhouders – vooral van kopende partijen – alert zouden moeten maken, meent McCarthy. „Van alle acquisities is na vijf jaar de helft tot driekwart weer afgestoten. In 85 procent van de gevallen levert een overname niets op of is deze zelfs schadelijk voor een bedrijf.”

Hij illustreert zijn boodschap met twee voorbeelden. „Google betaalde in 2012 12,5 miljard dollar voor Motorola, dat 17.000 patenten op zijn naam had staan. De gedachte was om met de kennis van Motorola over smartphones en de software van Google een nieuwe telefoon te maken. Maar dat was minder gemakkelijk dan gedacht. In 2014 werd Motorola voor 2,9 miljard dollar weer verkocht.” Bijna 10 miljard dollar is in twee jaar verdamppt.

Een klassiek voorbeeld van een overname die een bedrijf veel geld heeft gekost, is de aankoop van autofabriek Chrysler door Daimler. McCarthy: „De overname kostte Daimler in 1998 37 miljard dollar en leverde het moederbedrijf daarna

jaarlijks een verlies van 1 miljard dollar op. De overname bracht Daimler in gevaar.” In 2008 was een investeerder bereid Chrysler over te nemen op voorwaarde dat Daimler 650 miljoen dollar erop toe zou leggen. Dat gebeurde.

Om aandeelhouders toch over te halen met de overname in te stemmen, geven kopende partijen steeds vaker flinke premies boven op de reële aandeelhouderswaarde. „Die premie wordt almaar hoger. De gemiddelde premie in 2016 bedroeg 48 procent, het hoogste percentage ooit. Bizar. Dit betekent dat, als je de waarde van een bedrijf op 100 procent stelt, ze er 148 procent voor be-

talen.” Met die premie neemt de overnamepartij in feite een voorschot op de voordelen die de fusie moet opleveren.

De voorbeelden van Google en Daimler zijn geen uitzonderingen. Kijkend naar financiële berekeningen kopen veel aandeelhouders vaak een kat in de zak, meent McCarthy. „In 1980 werd door fusies gemiddeld op elke geïnvesteerde dollar 1,6 cent verloren. In 1990 was dat verlies opgelopen tot 12 cent per dollar. Kijk je naar de 87 grootste fusies in de wereld dan hebben die gemiddeld een verlies van 2,31 dollar op 1 dollar investering opgeleverd. We doen het dus steeds slechter.”

Chinezen zijn beste onderhandelaars

Niet Amerikanen of Europeanen, maar Chinezen zijn de beste onderhandelaars aan de overnametafel, constateert Killian McCarthy. Chinezen hebben vorig jaar gemiddeld 16 procent premie op overnames betaald tegen een totaal gemiddelde van 48 procent. „Ze kunnen blijkbaar beter onderhandelen.” De onderzoeker wijt dit vooral aan arrogantie van westerlingen. „Chinezen zijn blijkbaar minder trots dan we denken. Zij durven op het moment dat een principeakkoord al in de publiciteit is, een akkoord nog af te zeggen.”



Killian McCarthy