

Een hard oordeel

Deze rustige zomermaanden gebruik ik onder andere voor het herzien van lesmateriaal dat ik in het verleden heb samengesteld. In 2001 schreef ik een deel van een cursus voor beleggingsadviseurs. Ik wilde de brug slaan tussen de wetenschappelijke beleggingstheorie en de praktijk van het advies dat de adviseur op voorspraak van de analist geeft.

De wetenschap heeft weinig op met fusies en overnames, dividendbeleid of complexe financiële constructies. Uiteindelijk kunnen ondernemingen maar op één manier waarde voor hun aandeelhouders creëren: ze moeten doen waar ze goed in zijn. Tenslotte willen de beleggers alleen maar hun geld steken in een fabriek die goedkoper gloeilampen maakt dan de concurrent en daarmee dus winst maakt. De belegger heeft weinig op met een bedrijf dat denkt dat het niet alleen lampen moet maken maar ook nog goed moet zijn in het exploiteren van videotheken. Fusies, overnames of diversificatie leiden meestal tot waardevernietiging.

In het lesmateriaal van zes jaar geleden behandelde ik voorbeelden als BolsWessanen, KNPBT, de expansie van KPN en de afgeblazen fusie tussen Internatio Müller en Stork. Het waren allemaal fusies en overnames die op niets uitdraaiden. De eerste twee werden teruggedraaid, KPN ging bijna failliet en de andere ging helemaal niet door. Toch werden al deze activiteiten door de analisten aangeprezen. Ze reppen over synergievoordelen, het ontwikkelen van nieuwe markten en stabielere winstontwikkeling. Maar

één analist stuurde mij een rapport waarin hij vraagtekens zette bij de fusie van Stork en Internatio.

De beleggingsadviseurs zaten — en zitten — in een lastig parket. Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt dat het overgrote deel van de fusies en overnames mislukt. Toch moeten ze hun

klanten de mooie verhalen van de analisten als waarheid verkopen. Ga er maar aan staan.

Valt er dan nooit eer te behalen? De geschiedenis lijkt betrekkelijk mild te oordelen over fusies en overnames binnen één sector. De fusie tussen AGO en Ennia (Aegon) en ABN en Amro zijn tot op heden succesvol. Er kunnen kosten worden bespaard en de prijzen kunnen omhoog en dat komt de aandeelhouders ten goede. De expansie van deze bedrijven in de VS liep succesvol. ABN Amro bouwde met succes een bankennetwerk in de VS op. Ahold stond ook op de lijst van ondernemingen die succesvol groeiden door acquisities.

Oordeelt de geschiedenis nu ook definitief over Ahold? Het bedrijf leek op de goede weg te zijn. Na het echec in de VS en de problemen in verschillende landen werd er schoon schip gemaakt. Branchevreemde onderdelen in Nederland, Zweden en Zuid-Amerika gingen in de verkoop. Het lijkt niet te mogen baten. De barbaren staan in Zaandam aan de poort. Ze dragen geen berenvellen of knuppels, maar ze zijn wel erg bloeddorstig. Ze eisen de verdere ontrafeling van de onderneming: de Amerikaanse activiteiten moeten in de uitverkoop. Deugt de ooit bewierookte strategie van Ahold met terugwerkende kracht niet meer?

Ik vrees dat dit het geval is. De afzonderlijke supermarktketens van Ahold leveren, ondanks de gezamenlijke inkoopkracht, maar weinig synergie op. De lokale Amerikaanse ketens hebben het moeilijk, terwijl het duidelijk is dat de overige activiteiten (US Foodservice) evenmin tot additionele waardecreatie leiden. De Amerikaanse expansie van Ahold was slechts een poging om tot meerdere eer en glorie van het management een imperium te bouwen. De aandeelhouder betaalt de rekening.

Als belegger moet je jezelf altijd afvragen wat de ratio is achter een fusie of overname. Omdat analisten noch adviseurs deze vraag naar waarheid beantwoorden, ben je aan jezelf overgeleverd. Gezond wantrouwen is een goede gids. ■

Dr Jaap Koelewijn is directeur van adviesbureau Financieel Denkwerk te Den Dolder en lector corporate governance aan de Hogeschool Inholland.

UIT ONDERZOEK BLIJKT DAT HET OVERGROTE DEEL VAN FUSIES EN OVERNAMES MISLUKT

