

# Fusiebubble dreigt door goedkoop geld

## Fusie-explosie

Fuseren is als trouwen: voor nuchterheid, laat staan twijfel is in de plechtige geloften vooraf geen plaats. De boodschap is steevast dezelfde. Samen is het leven mooier. Of, in de iets minder romantische woorden waarmee het Belgische Bpost haar 'finale' bod op PostNL aankondigde: 'het zal leiden tot substantiële waardecreatie voor alle stakeholders'.

Om dezelfde reden maakt verzekeraar NN concurrent Delta Lloyd het hof. Het Amerikaanse Qualcomm heeft onlangs voor 43 miljard euro de Brabantse chipfabrikant NXP ingelijfd. En er is de grootste overname van het jaar, die van mediaconglomeraat Time Warner door AT&T voor omgerekend bijna 80 miljard euro.

## 65 tot 85 procent mislukt

### Amerikanen profiteren van Nederlandse overnames

Van de bankiers van Credit Suisse tot internationale advocatenkantoren als Allen & Overy: de huidige fusiebubble kent vele winnaars. Maar veruit het grootste deel van de lucratieve fees wordt opgestreken door de Amerikaanse investeringsbanken, voorop Goldman Sachs en JPMorgan.

Hun Nederlandse concurrenten moeten het doen met ieder slechts één plek in de dealteams die betrokken zijn bij de drie grootste Nederlandse overnamegevechten van de afgelopen maanden. ING adviseert verzekeraar NN rond de overname van Delta Lloyd. ABN Amro adviseert de Raad van Commissarissen van PostNL over de avances van Bpost. Alleen dat laatste bedrijf geeft geen openheid van zaken. De Belgische postbezorger wil desgevraagd niet verklappen welke partijen haar bijstaan.

In alle gevallen koesteren de kersverse partners grootse verwachtingen van de toekomst. Ten onrechte, weet Hans Schenk. De hoogleraar economie aan de Universiteit Utrecht doet hier al sinds de jaren negentig onderzoek naar. Inmiddels zijn er door hem en andere wetenschappers tienduizenden fusies tegen het licht gehouden. Dat leidt tot een schrikbarende conclusie: 65 tot 85 procent mislukt. Dat kun je op verschillende manieren meten, maar het komt erop neer dat er geen waarde gecreëerd wordt. 'Daar wordt dus heel veel geld over de balk gesmeten zonder dat het ook maar iets oplevert', merkt Schenk droogjes op.

Desondanks lijkt ook 2016 weer een topjaar te worden in fusieland. Het fenomenale resultaat van 2015 (een slordige 2000 miljard dollar) zal niet overtroffen worden. Maar waar sommige analisten deze zomer het einde van de fusie- en overname-boom voorspelden, werd oktober ineens de beste maand ooit. In één maand tijd gaven bedrijven 500 miljard dollar uit aan overnameplannen. Ter vergelijking: dat is meer dan de helft van wat de totale Nederlandse economie produceert in een jaar.

Bedrijven laten hun dollars en euro's gul rollen. Met dank aan het onorthodoxe monetaire beleid van onder meer de ECB kunnen zij bijna gratis lenen. Dat is ook voor grote Nederlandse concerns reden om steeds meer schulden te maken op de kapitaalmarkt. De afgelopen jaren namen hun uitstaande obligaties met meer dan de helft toe, tot 141 miljard euro, maakte DNB deze week bekend in een studie. De huidige fusie- en overnamegolf drijft op die kapitaalvloed. Zo deed bierbrouwer AB-Inbev voor de overname van Grolsch-producent SABMiller de grootste schulduitgifte in euro's ooit. Zelfs Bpost, dat veel geld in kas heeft, wil een deel van de overnamesom lenen. Dat bevestigt een woordvoerder van het bedrijf.

## Fusiegolven



[PostNL wordt op de hielen gezeten door Bpost.](#) © ANP

Of het goedkope geld ook echt de oorzaak is van alle koortsachtige overnameplannen, of toch eerder als smeerolie voor de deals dient, is onduidelijk. 'Je kunt je voorstellen dat bedrijven overnames die ze gewoonlijk niet zouden doen nu, vanwege het goedkope geld, wél doorzetten', zegt econoom Schenk. Maar uit zijn onderzoek blijkt dat in het verleden de rentestand weinig effect had op fusiegolven. 'Het vergemakkelijkt het fusieproces in elk geval wel. Zeker nu de rente zo extreem laag is.'

De voornaamste drijfveer van fuserende ondernemers heeft echter minder te maken met zulke rationele overwegingen dan met psychologie, legt Schenk uit. 'Als je weet dat de kans op succes dusdanig klein is, waarom doet een topman het dan toch? Omdat hij bang is dat zijn concurrent straks tot die 15 tot 35 procent behoort die wél slagen.' Dat kuddegedrag resulteert in fusiegolven. Of beter: 'fusie-explosies'. 'Tussen 1900 en 2008 hebben we dat zes keer meegemaakt. In heel korte tijd zie je dan tien, soms zelfs twintig keer zoveel overnames', zegt Schenk. Het is een typisch voorbeeld van de befaamde animal spirits waar econoom John Maynard Keynes al in de jaren dertig over schreef.

65 tot 85 procent van de fusies mislukt

Hans Schenk, hoogleraar economie aan de Universiteit Utrecht



[NN wil graag Delta Lloyd.](#) © ANP

Zo ontstaat ook dit keer een fusiebubble. Die wordt misschien niet veroorzaakt, maar in elk geval wel gestimuleerd door de ECB. Dat is niet zonder gevaar. Hier en daar klinken bezorgde geluiden over de schuldenberg die het bedrijfsleven aan het opbouwen is. Zolang de rente laag blijft, is dat geen probleem. Maar wat als zij straks weer gaat oplopen? In combinatie met tegenvallende fusieresultaten kan dat menig bedrijf in geldnood brengen.

Helaas hoeft dat de mensen die betrokken zijn bij de huidige fusie-explosie niet af te schrikken. Zij profiteren namelijk hoe dan ook. Zoals de zakenbankiers. Als huwelijksbemiddelaars strijken zij enkele procenten van de overnamesom op. Zij lopen daarom de deur plat bij bedrijven met telkens weer nieuwe fusieplannen. Je kunt je zelfs afvragen bij wie het initiatief ligt voor een fusiegolf: de bestuurders van een bedrijf zelf of de zakenbankiers?

Die bestuurders worden er in elk geval ook zelden slechter van. Hun gemiddelde zittingsduur is steeds korter. Het gevolg: tegen de tijd dat het huwelijk tussen de twee bedrijven geen succes blijkt, zijn zij allang vertrokken. Inclusief de overnamepremie die zij vaak opstrijken. Dat is geen klein bier: de recente verkoop van NXP leverde topman Rick Clemmer een bruidsschat van rond de 400 miljoen euro op.

### Grootste overnames ooit, wereldwijd

|     | <b>Jaar</b> | <b>Overnemende partij</b>  | <b>Doel</b>            | <b>Waarde (miljard dollar)</b> |
|-----|-------------|----------------------------|------------------------|--------------------------------|
| 1.  | 1999        | Vodafone AirTouch PLC      | Mannesmann AG          | 203                            |
| 2.  | 2000        | America Online Inc         | Time Warner            | 165                            |
| 3.  | 2013        | Verizon Communications Inc | Verizon Wireless Inc   | 130                            |
| 4.  | 2015        | Anheuser-Busch Inbev       | SABMiller PLC          | 109                            |
| 5.  | 2007        | Spin-off                   | Philip Morris Intl Inc | 108                            |
| 6.  | 2007        | RFS Holdings BV            | ABN-AMRO Holding NV    | 98                             |
| 7.  | 1999        | Pfizer Inc                 | Warner-Lambert Co      | 89                             |
| 8.  | 2016        | AT&T                       | Time Warner            | 85                             |
| 9.  | 1998        | Exxon Corp                 | Mobil Corp             | 79                             |
| 10. | 2000        | Glaxo Wellcome PLC         | SmithKline Beecham PLC | 76                             |

Bron: IMAA