

Wordt het splitsen van concerns een trend?

Sytse Douma

COLUMN



Het splitsen van concerns lijkt een van de trends van de jaren negentig te worden. Bekende voorbeelden van geslaagde splitsingen zijn het Britse ICI, dat zich in 1993 splitste in een chemisch (ICI) en een farmaceutisch bedrijf (Zeneca) en het

Nederlandse Vendex, dat zich dit jaar heeft gesplitst in Vendex (detailhandel) en Vedior (uitzendbureaus en schoonmaakbedrijven). In Nederland heeft ook KPN aangekondigd zich te willen splitsen in een postbedrijf en een telecombedrijf. Wordt het splitsen nu echt een grote trend? En zal dat het landschap van ondernemend Nederland, of ruimer gezien van de 'corporate world' ingrijpend veranderen? David Sadtler, fellow van het Ashridge Strategic Management Centre en mede-auteur van een boek over dit onderwerp, denkt van wel.¹ In een recente bijeenkomst georganiseerd door de FEM-executive club in kasteel Oud-Wassenaar lichtte Sadtler zijn ideeën toe. Ik mocht bij die gelegenheid kritiek op Sadtler leveren.

Laat ik vooropstellen dat ik veel waardering heb voor het werk van het Ashridge Strategic Management Centre. In twee eerdere boeken (Strategies and Styles uit 1987 en Corporate

Level Strategy uit 1994) hebben de mensen van Ashridge belangrijke bijdragen geleverd aan ons inzicht in het functioneren van multi-business companies en in de rol en functie van het hoofdkantoor in zulke ondernemingen. Die twee eerdere boeken hebben niet alleen in de praktijk, maar ook in academische kringen veel waardering geoogst. In beide boeken worden nieuwe voor de praktijk heel bruikbare concepten geïntroduceerd. Des te vreemder is het dat hetzelfde instituut nu komt met een boek dat meer doet denken aan een pamflet dan aan een afgewogen verhandeling.

David Sadtler en zijn co-auteurs beweren dat meer dan vijftig procent van de grote Amerikaanse en Britse beursondernemingen door zich op te splitsen meer waarde voor hun aandeelhouders zou kunnen creëren. Als het verschijnsel van breaking-up werkelijk een zo grote omvang bereikt, ziet de 'corporate world' er over tien jaar heel anders uit dan nu. Persoonlijk geloof ik daar echter niets van. Ik kan dat niet bewijzen, maar ik kan wel enkele feiten aandragen die mijn opvatting ondersteunen.

In de eerste plaats is afsplitsing in zekere zin niets nieuws. De jaren tachtig waren de jaren van de LBO, de leveraged buy-out. Daarbij worden ook onderdelen van multi-business companies verzelfstandigd. Het verschijnsel van de LBO's leek in de jaren tachtig een sterke trend te worden. Zo sterk, dat Michael Jensen in 1989 een artikel in Harvard Business Review schreef met de veelzeggende titel: "The eclipse of the public corporation".² Jensen voorspelde dat zeer veel beursondernemingen door middel van LBO's zouden worden gesplitst. Bij de

Prof. Dr. S.W. Douma is hoogleraar Bedrijfseconomie aan de Katholieke Universiteit Brabant, sectie Organisatie van de Onderneming.

daardoor ontstane kleinere ondernemingen zou het management veel vaker eigenaar of mede-eigenaar zijn. Als die trend zou zijn uitgekomen zouden we nu een sterke afname van de diversificatiegraad van grote beursondernemingen hebben moeten zien. In werkelijkheid is echter de diversificatiegraad van de Amerikaanse Fortune-500 eerder toegenomen dan afgenomen.³

In de tweede plaats zijn veel in de jaren tachtig tot stand gekomen niet-gerelateerde diversificaties inmiddels al weer afgestoten. Illustratief is een artikel van Ollinger over de geschiedenis van 19 grote Amerikaanse olie-ondernemingen gedurende een periode van zestig jaar.⁴ Ollinger beschrijft hoe, gedurende de periode van 1930 tot ongeveer 1965 deze ondernemingen eerst zijn gegroeid door middel van horizontale expansie (eerst in de VS, later in toenemende mate ook in het buitenland) en door middel van verticale integratie (exploratie, productie, transport, raffinage en detailhandel van benzine en andere olie-producten). In die periode is ook verticale integratie door middel van uitbreiding in de petrochemie gerealiseerd. In de periode vanaf ongeveer 1965 en in het bijzonder na 1973 zijn de meeste van de bestudeerde 19 ondernemingen verder gaan diversificeren, soms met activiteiten die nog enige verwantschap met de bestaande activiteiten hadden, zoals kolen, uranium, plastics, en kunstmest, maar ook met een reeks van niet of nauwelijks verwante activiteiten. Voorbeelden daarvan zijn warenhuizen, electronics, computers, computer services, verzekeringen, asfalt, wegenbouw, vers vlees en instrumenten en apparaten ter beperking van milieuverontreiniging. Een belangrijk motief voor deze diversificatie werd gevormd door de enorme cash-flows die de olie-ondernemingen na 1973 in de schoot geworpen kregen als gevolg van de olieprijsstijging. Mede door een strikt anti-trust beleid van de Amerikaanse federale overheid kon deze cash-flow moeilijk in de eigen bedrijfstak worden geïnvesteerd, terwijl teruggave aan de aandeelhouders, gelet op het belasting-regime (dividend versus vermogenswinst) ook niet aantrekkelijk was. In 1990 hadden de meeste van deze grote ondernemingen hun niet-gerelateerde uitbreidingen echter al weer afgestoten. Zo zijn een aantal zeer grote, internationaal werkzame en sterk verticaal geïntegreerde oliemaatschappijen

overgebleven. Ik zie niet in waarom deze ondernemingen zich zouden moeten splitsen.

In de derde plaats weten we uit onderzoek van Markides, dat overgediversificeerde ondernemingen hun winstgevendheid kunnen verbeteren door hun diversificatiegraad te beperken, maar dat dit niet geldt voor ondernemingen met een modale diversificatiegraad.⁵ Gelet op de resultaten van Markides lijkt het niet aannemelijk dat de helft of meer van de grote Amerikaanse ondernemingen voor opsplitsing in aanmerking komt.

In de vierde plaats wil ik nog een paar opmerkingen maken over ongerelateerde diversificatie. In de jaren zestig werd de opkomst van Amerikaanse en Britse conglomerates door de beurzen beloond met forse koersstijgingen. Dat deed de indruk ontstaan dat op die manier waarde voor de aandeelhouders kon worden gecreëerd. Sedert het verschijnen van de dissertatie van Rumelt in 1974 heeft bij velen echter de overtuiging postgevat dat ongerelateerde diversificatie tot slechte prestaties leidt. Wellicht hadden de aandelenbeurzen van de jaren zestig het toch niet bij het rechte eind. Toch is ook op de geldigheid van Rumelt's constatering veel af te dingen. In het eerdergenoemde boek *Strategies and Styles* worden twee voorbeelden van ondernemingen genoemd (waaronder het inmiddels opgesplitste Hanson Trust) die ondanks een strategie van ongerelateerde diversificatie uitstekende prestaties hebben laten zien. Daarvoor moet wel aan een aantal voorwaarden worden voldaan: het hoofdkantoor moet zich ex ante zo weinig mogelijk bemoeien met de strategische plannen van de businesses, het hoofdkantoor moet wel glasheldere en harde afspraken maken met de managers van de business units over te bereiken financiële resultaten, en de businesses moeten zich bevinden in rijpe, low-tech bedrijfstakken. Ook uit een pas verschenen dissertatie van Van Oijen met data van Nederlandse ondernemingen blijkt dat relatief sterk gediversificeerde ondernemingen die een financieel georiënteerde besturingsstijl toepassen goed presteren.⁶ Het staat dus allerm minst vast dat zelfs relatief sterk gediversificeerde ondernemingen er verstandig aan doen om tot splitsing over te gaan. Een verandering van de besturingsstijl kan ook de resultaten verbeteren.

Wat Nederland betreft: als ik kijk naar de 100 grootste Nederlandse ondernemingen dan lijkt het mij uiterst onwaarschijnlijk dat de helft of meer daarvan meer waarde voor de aandeelhouders zou kunnen realiseren door zich op te splitsen. Zeker, er zullen behalve Vendex en KPN naar alle waarschijnlijkheid nog enkele ondernemingen volgen. Dat zullen er misschien nog drie zijn, of vijf of wellicht tien, maar het zou me zeer verbazen als het er meer dan tien zouden zijn.

Ten slotte: laat niemand denken dat door de splitsingen de diversificatiegraad van de grootste ondernemingen ter wereld gemiddeld genomen drastisch zal veranderen. Tegenover splitsingen staan een nog veel groter aantal fusies en acquisities, die niet allemaal betrekking hebben op horizontale integratie. Er beweegt wel veel, maar als je het van een afstand bekijkt verandert er niet veel.

NOTEN

1 D. Sadtler, A. Campbell and R. Koch, (1997), *Breaking up!*, Capstone Publishing Ltd, Oxford Center for Innovation, Oxford, UK.

2 M. C. Jensen, (1989), 'The Eclipse of the Public Corporation', *Harvard Business Review*, vol. 67, no. 5.

3 Zie bijvoorbeeld C.A. Montgomery, (1994), 'Corporate Diversification', *Journal of Economic Perspectives*, vol. 8, no 3.

4 M. Ollinger, (1994), 'The limits of growth of the multidivisional firm: a case study of the U.S. oil industry from 1930-90', *Strategic Management Journal*, vol.15, 503-520.

5 C.C. Markides, (1995), 'Diversification, restructuring and economic performance', *Strategic Management Journal*, vol. 16, 101-118.

6 A.A.C.J. van Oijen, (1997), 'Besturing door het hoofdkantoor en diversificatie', proefschrift Katholieke Universiteit Brabant, verkrijgbaar bij de auteur.