

HET ONDERNEMINGSBESTUUR EN DE KENMERKEN VAN FUSIERIJPHEID

door Dr. J. J. Wouterse

Waar komt de fusienoodzaak vandaan?

Fusie is geen noodsprong voor vastgelopen ondernemingen. Deze oplossing is veelal tot mislukking gedoemd. Fusie is in werkelijkheid een dynamisch wapen in de hand van een bekwaam ondernemingsbestuur om tijdig groei, winstgevendheid en weerstandsvermogen van de onderneming verder te verzekeren.

In brede kringen heerst echter nog steeds de gedachte, dat fusie en overneming gebeurtenissen zijn welke van buitenaf aan de onderneming worden opgelegd. Zij zouden heel weinig met de interne gang van zaken en de positie van de onderneming te maken hebben.

Zo spreekt men over een fusie-golf: het fusieverschijnsel komt als een golf over het bedrijfsleven heengespoeld. In beurskringen spreekt men bij tijd en wijle van fusiekoorts; dan wordt weer heftig in aandelen gespeculeerd, waarvan men vermoedt dat zij bij een fusie of overneming betrokken zullen worden.

Het verschijnsel van fusie en overneming kent dus zekere uitbarstingen, die telkens weer een nieuwe impuls geven aan het hardnekkig geloof in het van buitenaf komen van het fusie-gebeuren. De indruk wordt gewekt alsof externe omstandigheden kritisch kunnen worden voor het spontaan optreden van een golf van fusies.

In de literatuur worden op vele plaatsen en in velerlei context fusie-motieven besproken. Het lijkt er op alsof dit motiveringen zijn om de ondernemer, die in een tijdsgewricht van fusie-noodzaak de ogen niet geopend zijn, te tonen wat hij allemaal mist. Een zelfstandige opstelling van de ondernemer tegenover het natuurverschijnsel fusie en het per geval *verschillend* reageren op de externe factoren wordt niet in de verklaring van de fusies opgenomen. Zelfs is het zo dat degenen, die niet tot fusie besluiten, beschouwd worden als ondernemers die niet met hun tijd meegaan en de ontwikkelingen niet doorgronden.

Het valt niet goed te begrijpen waarom men een zo belangrijke beslissing als het aangaan van een fusie of een overneming zou kunnen baseren op minder diepgaande en minder serieuze economische analyse en motivering dan bijvoorbeeld de aanschaf van een machine of installatie, welke een investering in de orde van grootte van 10% van de balanstelling met zich meebrengt; ook een investering in de opbouw van een exportorganisatie van vergelijkbare importantie gaat men niet aan zonder nauwgezette studie.

Bij nader overdenken lijkt het bovendien helemaal niet zo voor de hand liggend dat ondernemingen onder gelijke omstandigheden gelijk zullen reageren - i.c. alle een fusie zullen aangaan - omdat het toch immers zo zal zijn dat de individuele situaties van de ondernemingen in meer dan één opzicht zullen

verschillen en de betekenis van een fusie of overneming derhalve eveneens sterk zal variëren.

Het vóórkomen van mislukkingen maakt de veronderstelling temeer aan-nemelijk, dat men ten onrechte, dan wel - zo al fusie de aangewezen maat-regel is - met de verkeerde onderneming kan fusioneren of met een goede partner een verkeerde vorm van samenwerking kan kiezen.

Het is verleidelijk de resultaten van fusies vooral af te meten aan het vóórkomen van ontslag van personeel en de sluiting van bedrijfseenheden of -onderdelen. (Een recent onderzoek heeft overigens aangetoond dat deze gevolgen meer uit geestelijke gemakzucht dan terecht aan fusies worden toegeschreven.) Bedrijfssluiting zegt niets omtrent het al dan niet juist zijn van de fusie.

De echte mislukkingen blijven enigermate verscholen. Er zijn er niettemin vele. Symptomen zijn ondermeer het voeren van noodacties tegen overvallen, kort nadat men heeft aangekondigd door fusie de grote stap te hebben gezet, waarmede men zijn plaats in de economische ontwikkelingen voor lange tijd zeker stelde. Gemanipuleer met aandelenpakketten ter voorkoming van over-val, doch onder verdachte omstandigheden als bijvoorbeeld niet onaanzien-lijke gerealiseerde vermogensvoordelen, spreken eveneens vaak voor zich. Ook de vorming van ondoorzichtige conglomeraten verhindert de waar-neming van de punten, waarop een fusie in feite als minder goed geslaagd moet worden aangemerkt.

Kenmerken van fusierijpheid, uitgegeven bij Samsom Uitgeverij N.V., Alphen a/d Rijn

Teneinde meer bewijsmateriaal voor de aangevoerde hypothese - de indivi-dueel variërende rationaliteit van fusie c.q. overneming - te vinden, is een empirisch onderzoek bij 54 ondernemingen ingesteld. Dit onderzoek diende méér te beantwoorden dan alleen de vraag, of fusie in bepaalde gevallen wèl of niet nodig was. Het werd gericht op de vaststelling van de continuïteits-vooruitzichten van de ondernemingen alsook op de mogelijkheden om ver-schillende gradaties en soorten van continuïteitsvooruitzichten aan kenmer-ken van individuele ondernemingssituaties te verbinden. Over de eerste ervaringen welke met dit onderzoek werden opgedaan is verslag uitgebracht in dit blad in de jaargang 1967 nr. 6.

Een verrassende uitkomst van het ingestelde onderzoek was dat vrij veel, duidelijk van elkaar te onderscheiden kwalificaties van continuïteitsvooruit-zichten waren aan te geven. De aard en de omvang van de mogelijkheden zowel als van de beperkingen, welke voor de onderzochte ondernemingen duidelijk werden, waren zeer gevarieerd.

Voorts bleek dat men bij het beoordelen van de perspectieven van onder-nemingen en derhalve ook bij het beoordelen van hun fusierijpheid niet van één cijfer kan of mag uitgaan. Het bestaan van een onderneming is niet in één grootheid te karakteriseren.

Wil men ontwikkelingen typeren en vergelijken, dan zullen de bouwstenen van vermogen en inkomen moeten worden bestudeerd, zowel in hun ont-staan als in hun besteding (investeringen). Uiteraard is daarbij het winst-

verloop van belang. Dit geeft immers een beeld van de mate, waarin men uitkeringen aan winstgerechtigden kan doen, dan wel welke vermogenswinst men hun in het vooruitzicht kan stellen. Daarnaast is dit een voornaam gegeven ter vergelijking met de risico's die men aan de onderneming inherent acht.

Winstontwikkeling bleek evenwel niet het enige relevante kenmerk van de ontwikkeling van de onderneming. Wellicht van nog grotere betekenis is de stroom van middelen, welke bij voortduring wordt gevormd - en waarvan de winst, als het goed gaat, een deel uitmaakt - en die de onderneming in staat moet stellen die bestedingen te doen welke haar handhaving of haar groei mogelijk maken. Met andere woorden: behalve winst is continuïteit van belang. De kosten moeten niet alleen op basis van vervangingswaarde gedekt zijn, doch de opbrengsten moeten daarenboven groei-investeringen toestaan zonder dat de financiële structuur wordt aangetast. In concreto heeft het onderzoek in de 54 ondernemingen geleid tot de samenstelling van bepaalde overzichten van herkomst en besteding van middelen, benevens tot de bepaling van een aantal quotiënten die de ontwikkeling van winst, groei en financiële structuur over een aantal jaren karakteriseren. Op basis van deze gegevens was een rubricering der ondernemingen tot stand te brengen. Op deze rubricering en de daaruit te destilleren aanwijzingen zij nu summier ingegaan.

Wanneer fusie, wanneer overnemen, wanneer verkopen?

Teneinde conclusies ten aanzien van de rijpheid voor fusie, overneming of andere structurele maatregelen te kunnen trekken is in de eerste plaats een rubricering vereist naar een aantal groeicriteria.

De volgende groepsindeling is hierbij van belang:

- a. het jaarlijkse groeipercentage van de onderneming - bijvoorbeeld afgemeten aan het totale werkzame vermogen - is kleiner dan 0;
- b. het jaarlijkse groeipercentage van de onderneming is groter dan 0, doch kleiner dan het percentage waarmee het eigen vermogen jaarlijks gemiddeld aangroeit;
- c. het jaarlijkse groeipercentage van de onderneming is groter dan 0 en tevens groter dan het groeipercentage van het eigen vermogen.

Per groep varieert de interpretatie met de mate waarin de brutowinst (opbrengsten verminderd met de kosten welke tot uitgaven leiden) een dekking oplevert voor economische afschrijvingen en een overschot laat voor het doen van adequate winstuitkeringen, voor het verrichten van die groei-investeringen waardoor men op zijn minst in de pas blijft, alsmede voor de opbouw c.q. handhaving van een gezonde financiële structuur.

Voor de ondernemingen waarin dit criterium geen problemen oplevert is de driedeling als volgt te interpreteren:

Ad a:

Bij bedrijfsinkrimping (negatieve groei) is het praktisch steeds zo, dat geen

belangrijke investeringen meer te vinden zijn, welke in het bestaande bedrijf acceptabele resultaten zullen afwerpen; bovendien is het te verwachten, dat de winstmarges vroeger of later ook zullen gaan dalen. De tot deze groep te rekenen ondernemingen bevinden zich in een situatie, waarin grote voordelen kunnen worden behaald door het niet meer expansieve deel van het bedrijf af te bouwen, voordat het eigen vermogen door verliezen en/of veroudering van activa snel gaat dalen. Indien men niet tot liquidatie besluit (dit is lang niet altijd noodzakelijk en fiscaal meestal ook prohibitief) is herbelegging in de vorm van het overnemen van andere bedrijven (diversificatie) dikwijls verstandig. Men is immers gedwongen zijn aandacht ook buiten de eigen bedrijfstak te richten en zal dus beter know-how kunnen kopen in de vorm van een „going concern”, dan deze met vallen en opstaan (c.q. vermogens- en tempoverlies) zelf te verwerven.

Ad b:

Bij een positieve groei van de onderneming die minder vermogen bindt dan uit de ingehouden winst beschikbaar komt, tendeert de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen naar 0 : 1; het vreemde vermogen wordt uit de balans verdreven. Indien de winst thans een zodanige hoogte bereikt, dat het rendement op het eigen vermogen de rente op de kapitaalmarkt overtreft, dan is dit een bedenkelijke ontwikkeling. De winst zal immers slechts toenemen met de bespaarde interest, zodat het gemiddelde rendement op het eigen vermogen daalt. Zijn de winstverwachtingen voldoende duurzaam, dan vraagt deze situatie om diepte-investeringen, waarbij achterwaartse verticale integratie (acquisitie van toeleveranciers) dikwijls een snelle en gemakkelijke vorm is. Men moet er wel op toezien, dat de omvang van een dergelijke acquisitie technologisch voldoende groot is. Wanneer het produktievolume een omvang krijgt die men niet in zijn geheel kan afnemen, verdient het de voorkeur de acquisitie in de vorm van een joint venture (dus gezamenlijk met derden) te plegen.

Ad c:

Bij een groei van de onderneming, die groter is dan men met de ingehouden winst kan financieren, is het van belang vast te stellen, of de verhouding tussen de toeneming van het vreemde en die van het eigen vermogen - die immers de tendens van de toekomstige balansverhoudingen aangeeft - op den duur houdbaar is. Wanneer de groei beneden de hier bedoelde grens blijft, is er weinig aanleiding om de bedrijfsstructuur ingrijpend te wijzigen. Boven deze grens ligt dit anders.

Voldoet de brutowinst niet aan de vereiste omvang en is het mogelijk de groei van de onderneming wat te temperen zonder achter te blijven bij branchegenoten, dan is er nog weinig aan de hand. Veelal blijkt echter bij nadere analyse dat:

- grotere groeiperspectieven in het verschiet liggen en „gemanaged” zouden

kunnen worden, ware het niet, dat de financiële structuur bij realisering daarvan bedreigd wordt. Dit zijn typische fusiesituaties;

- onvoldoende winstuitkering kan worden gedaan bij overigens bevredigende ontwikkelingen. Hier is eerder het stilleggen van toeleverende afdelingen op zijn plaats. Soms is het beter de gehele onderneming te verkopen;
- de leencapaciteit de bottleneck vormt als men de overige criteria op een bevredigend peil wenst te handhaven. Het aantrekken van een (vaak buitenlandse) deelneming is hier geboden, zoal niet algehele verkoop van de onderneming.

Combinaties van deze kenmerken zijn uiteraard mogelijk, doch deze worden hier niet verder afzonderlijk besproken. Met de varianten van de groepen a) en b), waarin onvoldoende winst wordt gevormd, zijn zij als regel het meest gebaat met het ter overneming aanbieden van de onderneming. De groep met de minst gunstige perspectieven is uiteraard die, waarbij de bruto-winst ontoereikend is voor de vereiste economische afschrijvingen. Hier past liquidatie, al neemt deze om fiscale redenen wel eens de vorm aan van een verkoop van aandelen, waardoor zij op een overneming gelijkijkt.

Vergelijkende prognoses tonen de fusierijpheid aan

In het onderzoek bij de 54 ondernemingen zijn de kenmerken van fusierijpe situaties bestudeerd aan de hand van historisch cijfermateriaal. Dit is geoorloofd zolang het er om gaat voor theoretische doeleinden de aard van de kenmerken op te sporen. In een concreet geval, waar het om een keuze tussen wel of niet fusioneren gaat, zal het bestuur naar de toekomst dienen te kijken en derhalve alleen van historische cijfers gebruik mogen maken, indien mag worden verondersteld dat het verloop in de toekomst een extrapolatie van het recente verleden zal zijn. Als regel is deze veronderstelling niet gewettigd. Men zal ertoe moeten komen zo goed mogelijk in cijfers weer te geven hoe de toekomstige ontwikkeling van de onderneming zal zijn. Daarna kunnen dezelfde classificaties welke hiervoor werden besproken met behulp van het toekomstig cijfermateriaal worden tot stand gebracht en dezelfde interpretaties aan overeenkomstige situaties worden verbonden.

Bij het bepalen van op de toekomst slaande cijfers doet zich een keuzevraagstuk voor. De toekomstige gang van zaken in de onderneming is immers nog te beïnvloeden. Om dit bestuursvraagstuk gaat het in wezen.

Bij deze keuze kan veel profijt worden getrokken van het zichtbaar maken van de verwachte ontwikkelingen bij de alternatieve wijzen van voortzetting. Dit objectiveert het vergelijken van de mate waarin de maatregelen - waaronder als regel de investeringen een belangrijke rol vervullen - leiden tot omzetten, kosten, cash-flow, winstuitkeringen, belastingverplichtingen, grootte en samenstelling van activa en passiva. Een dergelijke projectie wordt wel een *ontwikkelingsplan* genoemd. De vergelijking van de verschillende mogelijke ontwikkelingsplannen leidt tot de keuze van het meest aantrekkelijke en in principe tevens tot de constatering of de ontwikkeling, welke als de meest aantrekkelijke wordt beoordeeld, geheel op eigen kracht is uit te

voeren dan wel of daarin een overneming, een fusie, een ter overneming aanbieden, een joint venture of iets dergelijks past.

Bij de vergelijking van de alternatieve mogelijkheden, welke tot voortzetting van een onderneming openstaan, kan het aantal en de verscheidenheid van de openstaande mogelijkheden van geval tot geval sterk variëren. Men kan een onderneming niet vanuit elke willekeurige situatie een ontwikkelingsimpuls geven naar elke denkbare gewenste eindsituatie. De mogelijkheden zijn beperkt. Wat produktie-technisch te verwezenlijken is, is niet altijd te verkopen; wat commercieel mogelijk is, is niet altijd te financieren. Ook een doeltreffend bestuur voor een overigens wenselijke ontwikkeling, is niet in alle gevallen tot stand te brengen.

De mogelijkheden tot voortzetting zijn dus niet in alle gevallen gelijk. Zij kunnen zeer beperkt zijn en dit kan ertoe leiden dat ook het best denkbare ontwikkelingsplan, dat vanuit de huidige situatie kan worden opgesteld, niet kan ontkomen aan een conclusie tot overneming of fusie, welke om andere, subjectieve of personele, overwegingen wellicht niet als wenselijk wordt beschouwd.

Het is alleszins menselijk als oorzaak voor een te beperkte keuze maatschappelijke, dus buiten de onderneming plaatsvindende, veranderingen aan te wijzen. Zo kan men bij de ondergang van een kantfabriek de oorzaak daarvan schuiven op het verschijnsel, dat het dragen van onderjurken in onbruik is geraakt. Men zal evenwel moeten erkennen, dat een dergelijk verschijnsel als regel geleidelijk aan optreedt en het onderjurkloze tijdperk zich niet van de ene dag op de andere manifesteert. De kantfabrikant zal geconstateerd moeten hebben, dat de groei van zijn omzet en van zijn bedrijfsresultaten reeds geruime tijd niet meer de groei bijhouden, welke elders in het economisch leven valt te bespeuren. Zodra dat hem opvalt, is voor sluiting of liquidatie nog geen enkele aanleiding. De cash-flow is nog zo ruim, dat men voldoende tijd heeft voor het uitzetten van een alternatieve besteding daarvan. Verzuimt men dit, schrijft men de daling van de omzet en van de resultaten aan een tijdelijk verschijnsel toe en stelt men geen ontwikkelingsplan op, dat met alternatieve gebeurtenissen rekening houdt, dan ontstaat op een gegeven moment een situatie, waarin de qua betekenis steeds verder afgenomen kantfabriek er zodanig voorstaat, dat met de dan nog beschikbare financiële middelen geen herstructurering van de onderneming meer mogelijk is. Men kan nog proberen met enkele op goed geluk gekozen veranderingen op korte termijn resultaten te bereiken, doch, als dit niet gelukt, is de situatie rijp voor liquidatie.

Bestuursbekwaamheid en fusierijpheid

Met dit voorbeeld zij geïllustreerd, dat de beperkte mogelijkheden van een onderneming geenszins uitsluitend kunnen worden geweten aan verschijnselen in de buitenwereld. Zij zijn veeleer toe te schrijven aan gemiste of niet geziene kansen, gevolg van het feit dat het bestuur zich onvoldoende verdiept in de mogelijkheden die de onderneming de komende jaren heeft en in de

risico's, welke in de waarneembare maatschappelijke veranderingen aanwezig zijn. Onderkent het bestuur niet de beperkingen voor de ontwikkeling van de onderneming, welke bezig zijn te ontstaan, dan worden deze groter met als gevolg dat op een zeker moment de cijfers van het afgelopen jaar duidelijk onheilspellend zijn en men gedwongen wordt onsympathieke maatregelen te nemen. Voor een dergelijk bestuur, dat zich geheel door intuïtie en de recente jaarstukken laat leiden, is de straf dat de mogelijkheden tot voortzetting van de onderneming dan zo beperkt zijn geworden, dat men weinig andere keus heeft dan verkoop of liquidatie van de onderneming.

Het kwantificeren van de toekomstperspectieven zal voor een goed lopen de onderneming laten zien, dan men hetzij rustig kan voortgaan op de ingeslagen weg, hetzij door een fusie nog grotere mogelijkheden kan realiseren. Fusie is immers niet te identificeren met een noodmaatregel. Veeleer is het te zien als een privilege van dynamisch geleide ondernemingen, welke door samengaan met soortgenoten tot nog gunstiger resultaten kunnen komen. In noodgevallen zal het altijd om een overneming gaan, zo niet erger.

Een onderneming welke er gunstig voorstaat heeft alle mogelijkheden tot een gunstige beïnvloeding van haar resultaten, mits men zich periodiek afvraagt (en dit ook kwantificeert) welke kant het uitgaat. Zodra door externe omstandigheden, door technologische doorbraken, door gedrag van buitenlandse overheden of door internationale verhoudingen zich een verslechtering voordoet, heeft men door de tijdige opstelling van het ontwikkelingsplan alle tijd om de gunstigste en de meest aantrekkelijke maatregel te treffen teneinde de voortzetting van de onderneming op eigen kracht of door samenwerking te kiezen. Uiteraard is het opstellen van een ontwikkelingsplan geen garantie, dat men - omstreeks de eeuwwisseling begonnen zijnde - thans nog een florerende fabriek van gaskousjes zou bezitten. Wel is het een garantie, dat men tijdig de bakens kan verzetten en steeds uit relatief gunstige openstaande mogelijkheden kan kiezen. Laat men de periode van de offensieve dynamische ontplooiingsmogelijkheden ongebruikt voorbij gaan dan kan men met achterblijvende groei geconfronteerd worden. Benut men ook dan de nog ruim aanwezige cash-flow niet, dan schrompelen met de vermogenspositie de mogelijkheden tot overneming in. Is het bestuur nog niet ontwaakt dan ontstaat eens het moment dat men niet ontkomt aan een maatregel, welke uit persoonlijke en zakelijke gezichtspunten weinig aantrekkelijks meer over heeft, doch als uiterste redmiddel moet worden beschouwd.

Overigens is het zo, dat men de moeilijkheden verbonden aan het opstellen van een ontwikkelingsplan niet moet onderschatten. Het grootste probleem wordt gevormd door het bewaren van de onderlinge samenhang tussen de verschillende grootheden, welker toekomstige ontwikkeling moet worden aangegeven. De verleiding is groot prognoses in de tijd per grootheid op te stellen, waardoor het gevaar niet denkbeeldig is, dat het verband tussen bijvoorbeeld de grootheden van de exploitatie-rekening en de balans uit het oog wordt verloren en men conclusies trekt uit gegevens, welke onjuist zijn. Zelfs in de literatuur treft men voorbeelden aan, waarin voor prognoses van toekomstige ontwikkelingen wordt gepleit om bepaalde belangrijke conclu-

sies en beslissingen te kunnen vaststellen, doch waarin de geschetste methoden duidelijk een gebrek vertonen aan wat wij consistentie in de prognose zouden willen noemen. Indien men dan ook, zoals in feite met deze beschouwing wordt bepleit, er toe zou overgaan periodiek, bijvoorbeeld jaarlijks, een nieuw 5- tot 8-jaren plan op te stellen door de recent beschikbaar gekomen gegevens in de prognosebasis te verwerken en het eerstkomende jaar - doordat het dichterbij gekomen is - nauwkeuriger te bepalen, dan verdient het alleszins aanbeveling deze instelling van het bestuur te ondersteunen met de ontwikkeling van een mathematisch prognose-model voor de eigen onderneming, dat garanties biedt voor het handhaven van de zo zeer noodzakelijke consistentie. Voor een eenvoudig model (dat dus met veel voorzichtigheid moet worden gehanteerd) zij verwezen naar de desbetreffende publikatie in *De Economist* van januari 1970. Geavanceerder modellen zijn bekend en verder in ontwikkeling, waarbij het mogelijk wordt ook veranderingen van gedrag te toetsen aan de doelstellingen van de onderneming en hun invloed op de variabelen te bepalen. Op deze hantering van modellen bij het tot stand brengen van ontwikkelingsplannen zij hier niet verder ingegaan.

Conclusie

De strekking van dit betoog is duidelijk te maken, dat een onderneming op een gegeven moment in een situatie verkeert, van waaruit een beperkt aantal mogelijkheden tot voortzetting zijn aan te wijzen. Aantal en aard van deze mogelijkheden kunnen meer of minder beperkt zijn en fusie-maatregelen van meer en minder aantrekkelijke aard kunnen derhalve aangewezen zijn. Veel hangt af van de vraag of het bestuur van de onderneming zich realiseert, dat ook het bestuur een kenmerk van fusierijpheid is. Door een open instelling ten aanzien van lange termijn verwachtingen houdt men alle mogelijkheden open; een benepen instelling kan de onderneming onbekommerd in een situatie doen belanden, welke zodanig gekenmerkt wordt door fusierijpheid, dat slechts minder aantrekkelijke vormen van „samenwerking” openstaan.

Samenwerking kan men als bestuur vaak niet tegenhouden. Maar door tijdig een ontwikkelingsplan op te maken, kan men wel „dwangposities” voorkomen en gunstiger oplossingen bereiken dan bij „laisser faire” mogelijk zouden zijn geweest.