

OOK TOPMANAGERS KUNNEN MAAR ÉÉN DING TEGELIJK

TEKST: EELCO BENARD EN JASPER JANSEN

Zeven bedrijven met onsamenhangende activiteiten ter discussie. Conglomeraten zijn vaak minder winstgevend dan bedrijven met focus.

De structuur van een conglomeraat heeft wat weg van het communistiche systeem. Een toplaag van alwetende apparatsjiks bestuurt met de beste bedoelingen de hele economie tot meerdere glorie van de arbeidersklasse.

Voorstanders van conglomeraten beroepen zich op een aantal argumenten. Zo kunnen slecht renderende of zelfs verlieslatende activiteiten tijdelijk op de been gehouden worden met winsten van de beter renderende activiteiten. De kasstroom wordt stabiel, waardoor het risicoprofiel van de hele onderneming daalt. Banken bieden daarvoor vreemd vermogen aan tegen een lager rentepercentage en aandeelhouders nemen genoegen met een lager rendement. Daarbij komt nog dat de kosten voor overhead uitgesmeerd kunnen worden over meerdere divisies. Hetzelfde geldt voor het prijzige human capital van de topmanager. Als een conglomeraat uit losse divisies zou bestaan zouden

er meer duurbetaalde topmannen nodig zijn om de zaken draaiende te houden.

PRAKTIJK VALT TEGEN

Maar als de revolutie eenmaal is voltrokken blijkt er weinig van de goede bedoelingen en wijsheid van de apparatsjiks. De rol van het individu is ondergeschikt, wat in de praktijk leidt tot legaal gebruik van censuur en propaganda om kritische geluiden de kop in te drukken.

Ook conglomeraten blijken in de praktijk waarde te vernietigen. Hun interne kapitaalmarkt lijkt op papier ideaal, maar het efficiënt verdelen van schaarse middelen blijkt ook voor topmanagers een lastige opgave. Sterker nog, zogeheten 'empire builders' stoppen het geld dat is verdiend door de goeddraaiende 'cash cows' niet zelden in slecht renderende of zelfs verlieslatende 'pet projects' van de bestuurder. De opge-rekte balans levert de topman prestige op,

maar de aandeelhouder betaalt de rekening in de vorm van lage winstgevendheid. Het bestaan van de supermanager die andere managers overbodig maakt lijkt bovendien een illusie. Conglomeraten hebben meestal meerdere managementlagen en zijn vaak juist log en bureaucratisch.

En het lagere risico? De kasstromen van conglomeraten zijn inderdaad vaak stabiel, maar het is de vraag of dat waarde toevoegt. Beleggers kunnen eenvoudig hun eigen conglomeraat bouwen door in veel verschillende aandelen te investeren. Ook de topmanager van een conglomeraat kan, hoe graag hij ook zou willen, niet meer dan het bedrijfsspecifieke risico 'wegdiversifiëren'. Het marktrisico – de bèta ofwel de macro-economische risico's – blijft, net als bij een goed gespreide aandelenportefeuille. De aanschaf van een mandje aandelen van bedrijven in verschillende sectoren is aanmerkelijk eenvoudiger dan het efficiënt laten samenwerken van onderdelen binnen een conglomeraat die onderling weinig samenhang vertonen.

CONGLOMERATEN: PLUSSEN EN MINNEN

Voordelen

- Door de verschillende activiteiten van conglomeraten is de winstgevendheid stabiel, wat voor een lager risico voor aandeelhouders zorgt.
- Diversificatie zorgt voor een stabielere kasstroom waardoor banken eerder en goedkoper bereid zijn geld uit te lenen.
- De interne kapitaalmarkt kan voor goedkope financiering van (tijdelijk) zwak presterende activiteiten zorgen.
- Overheadkosten worden gedragen door meer activiteiten.
- Door kruisbestuiving tussen divisies kunnen innovaties ontstaan.
- De kwaliteiten van één supermanager worden uitgesmeerd over meerdere divisies.

Nadelen

- Door steeds efficiëntere kapitaalmarkten kunnen aandeelhouders tegenwoordig goedkoop zelf diversifiëren.
- De interne kapitaalmarkt is vaak een illusie. Niet zelden steken bedrijven geld dat verdiend is met hoogrenderende activiteiten in verlieslatende projecten die de voorkeur van het management genieten.
- De kosten- en synergievoordelen worden vaak overschat. Bovendien liggen 'culture clashes' op de loer.
- De supermanager bestaat niet. Conglomeraten hebben meerdere managementlagen, hetgeen bureaucratie in de hand werkt.
- Gebrek aan focus. De grootste innovaties vinden plaats bij gefocuste bedrijven.
- Verslaggeving is minder transparant. Conglomeraten groeperen vaak cijfers waardoor tegenvallers makkelijker kunnen worden verstopt.

CONGLOMERATE DISCOUNT

Het is dan ook niet verwonderlijk dat de in de jaren zestig gecreëerde conglomeraten in de decennia daarna snel weer uit elkaar gereten werden. Momenteel bestaat de consensus onder economen dat bedrijven met sterk verschillende activiteiten waarde vernietigen. De beurswaarde van conglomeraten ligt over het algemeen lager dan de som van de waarde van de losse onderdelen. De onderwaardering lijkt terecht, want onderzoek toont aan dat sterk gediversifieerde ondernemingen minder winstgevend zijn dan bedrijven met meer focus in dezelfde sector. Economen noemen de korting de 'conglomerate discount'.

Maar economie is geen exacte wetenschap. Bestuurders van bedrijven met op het oog onsamenhangende activiteiten doen er daarom goed aan helder uit te leggen waarom deze bij elkaar zouden moeten blijven. Zes voorbeelden. ■