

# De fusie tussen de Nationale Nederlanden en de NMB-Postbank Groep

Een empirisch onderzoek naar de vermogenspositie van de aandeelhouders

**Drs. R.H.M.A. Cremers en  
Dr. A. Tourani Rad**

## 1 Inleiding<sup>1</sup>

De bancaire en verzekeringsmarkten zijn sterk in beweging. De concurrentie op die markten wordt steeds groter, waarbij steeds meer over de landsgrenzen heen wordt geconcurrereerd. De grenzen tussen de bancaire en de verzekeringsmarkten en tussen hun produkten worden steeds vager. De gevolgen van deze ontwikkeling kunnen we zien in de recente fusies en samenwerkingen tussen banken en verzekeringsmaatschappijen in Europa. In de Europese verzekeringsbranche kwam in 1989 voor elf miljard gulden aan fusies en samenwerkingen tot stand; in de bankensector voor negen miljard.<sup>2</sup>

In Nederland heeft het structuurbeleid ten aanzien van het krediet- en verzekeringswezen als grondslag: het voorkomen dat zich een ongewenste ontwikkeling voordoet in de vorm van een verstrengeling tussen beide sectoren. De hiervoor genoemde ontwikkelingen op de bancaire en verzekeringsmarkten zijn samen met de Europese integratie redenen geweest voor een wijziging in het structuurbeleid. Sinds deze wijziging, die per 1 januari 1990 is ingegaan, is een fusie tussen banken en verzekeringsmaatschappijen mogelijk. Voor die tijd mocht een bank maximaal 15% beleggingsdeelnames verwerven in de verzekeringssector. Banken en verzekeringsmaatschappijen kunnen nu fuseren door middel van een aandelenfusie. Een juridische fusie is echter niet mogelijk, omdat er twee toezichthoudende instanties voor de banken en de

verzekeraars zijn, namelijk: de Verzekeringskamer voor de verzekeraars en De Nederlandsche Bank N.V. voor de banken. Hierdoor moet het verzekerings- en bankbedrijf gescheiden blijven. Alleen een holdingconstructie is mogelijk.<sup>3</sup>

De hoofdmotieven voor de fusies tussen verzekeraars en banken, moeten worden gezocht in: schaalvoordelen, kostenbesparingen, ontwikkeling van nieuwe produkten en een betere benutting van de distributiekanaalen. Schaalvoordelen kunnen worden behaald door de gezamenlijke ontwikkeling van de informatiesystemen, die voor financiële instellingen van levensbelang zijn. Ook zal worden samengewerkt op gebieden als beleggingen en het beheer van kasgelden, met alle kostenvoordelen van dien. Maar, doordat het bank- en verzekeringsbedrijf gescheiden moet blijven, zullen andere korte termijn kostenvoordelen gering zijn. Op hoofdkantoorniveau kunnen enkele stafafdelingen worden samengevoegd en gereorganiseerd. Hierdoor kunnen nog enkele kostenvoordelen ontstaan. Verder zullen op de lange termijn nieuwe gezamenlijke diensten en produkten worden ontwikkeld, die onder andere via het kantorennet worden verkocht. Hierdoor zal een doelstelling van de banken worden verwezenlijkt, namelijk: het efficiënter gebruik van het kantorennet.

In 1990 zijn in Nederland al enkele banken en ver-

Drs. R. Cremers studeerde economie en is momenteel werkzaam bij Stelrad B.V.

Dr. A. Tourani Rad is verbonden aan de Vakgroep Bedrijfs-economie, sectie financiering, van de Rijksuniversiteit Limburg.

zekeringsmaatschappijen gefuseerd en andere banken en verzekeraars hebben hun plannen tot fusie aangekondigd. De Rabobank is inmiddels volledig gefuseerd met verzekeraar Interpolis, terwijl verzekeraar AMEV fuseerde met de Verenigde Spaarbank en later met het Belgische AG. Nederlands grootste verzekeraar, Nationale Nederlanden fuseert met de derde bank van Nederland, de NMB-Postbank Groep. De nieuwe holding heet Internationale Nederlanden Groep. In dit artikel zullen wij ons concentreren op deze laatste fusie, de grootste financiële fusie in Nederland.

Door de fusie met de NMB-Postbank Groep krijgt de Nationale Nederlanden de exclusieve toegang tot het verkoopkanaal van de Postbank met vijf à zes miljoen klanten. Dat dit afzetkanaal grote potenties heeft, bleek toen de Postbank een beleggingsfonds voor haar klanten introduceerde. Het fonds heeft nu een inleg van f 575 miljoen en circa 120.000 participanten. Uit onderzoek van de Postbank bleek dat tienduizenden van deze participanten nog nooit eerder hadden belegd.<sup>4</sup> De Nationale Nederlanden kan dit afzetkanaal, door de fusie, blokkeren voor andere verzekeraars. De NMB-Postbank werkt op een 'overbanked' Nederlandse markt. Zij zoekt haar groei op de markt voor grote bedrijven alsook in het buitenland, waar ze tot nu toe klein maar succesvol was. De NMB-Postbank hoopt deze groei te verwezenlijken door haar verbeterde financiële positie.

Echter, de fusie was omstreden. Met name institutionele beleggers waren ontevreden over de fusie, ze dreigden zelfs de fusie te torpederen. De assurantiebemiddelaars zagen de fusie als een bedreiging van hun positie en ze waren daarom minder gemotiveerd om produkten van Nationale Nederlanden te verkopen. Sommigen van hen dreigden zelfs de Nationale Nederlanden te boycotten.<sup>5</sup>

Om te ontdekken welke vermogensgevolgen de fusie voor de aandeelhouders van de NMB-Postbank Groep en de Nationale Nederlanden had, doen wij in deze paper een empirisch onderzoek. Hierbij zien wij het vermogen van de aandeelhouder als de waarde van de aandelen in het bezit van de aandeelhouder. De financieel economische theorieën geven als doel van een onderneming: het maximaliseren van het vermogen van de aandeelhouders

van de onderneming. Bij alles wat het management van een onderneming voor ogen heeft, dient het dit doel na te streven. De fusie tussen de Nationale Nederlanden en de NMB-Postbank Groep dient dus ook getoetst te worden aan de vermogensgevolgen voor de aandeelhouders van deze twee ondernemingen.

## **2 Het kader van de analyse**

Er zijn verscheidene onderzoeken gedaan naar de vermogenspositie van de aandeelhouders bij fusies en overnames in de Angelsaksische landen. De methode die de meeste onderzoekers hiervoor hanterden, is het onderzoek naar het gemiddelde buitengewoon rendement. Het buitengewoon rendement is het verschil tussen het werkelijke rendement en het verwachte rendement dat kan worden berekend op basis van de karakteristieken van het aandeel en het rendement van de markt.

De onderzoekers verzamelden gegevens van een grote groep, bij een fusie of overname betrokken bedrijven, en berekenden het buitengewoon rendement van de kopers en de verkopers. Door de resultaten van de verkopers en de resultaten van de kopers voor elke groep te middelen, werd het gemiddelde buitengewone rendement van de koper en de verkoper berekend. Doordat het onderzoek op basis van een grote groep bedrijven werd gedaan, werden alle incidentele oorzaken voor een buitengewoon rendement, behalve de fusie of overname die werd onderzocht, eruit gefilterd.

Uit deze onderzoeken bleek dat de verkopers een substantiële premie kregen, 30% in het geval van Tender Offers en 20% in het geval van geslaagde fusies. Echter, bij de kopers is het beeld minder duidelijk. Zij kregen een laag of soms negatief buitengewoon rendement.<sup>6</sup>

De onderzoeken gaven echter steeds het gemiddelde rendement van de aandeelhouders die betrokken waren bij een fusie of overname aan. Tevens bestudeerden de onderzoekers de rendementen van de aandeelhouders rond een à twee aankondigingen, waardoor de onderzoeken minder gedetailleerd waren.

In ons onderzoek volgen wij de methodiek van Ruback<sup>7</sup> en analyseren wij de rendementen van de

aandeelhouders voor enkele data waarop belangrijke aankondigingen werden gedaan. Door deze manier van onderzoek wordt meer aandacht geschonken aan de koersreactie op een bepaalde aankondiging. Bij een fusie of overname komt namelijk niet alle informatie op een dag ter beschikking van de markt. In de regel wordt de volledige informatie over een fusie of overname geleidelijk vrijgegeven. De aandelenmarkt reageert steeds opnieuw op nieuwe informatie met betrekking tot een fusie of overname.

Voor de berekening van het buitengewoon rendement hebben wij het Marktmodel gebruikt.<sup>8</sup> Het Marktmodel luidt:

$$R_{x,t} = \alpha_x + \beta_x * R_{m,t} + e_{x,t}$$

$R_{x,t}$  = werkelijk rendement van aandeel x op tijdstip t

$\alpha_x$  = absoluut rendement van aandeel x onafhankelijk van de markt

$\beta_x$  = de verandering van het rendement van aandeel x als gevolg van de veranderingen in de markt

$R_{m,t}$  = het marktrendement

$e_{x,t}$  = storingsterm voor rendement van aandeel x (gemiddelde = 0)

De  $\alpha_x$  en de  $\beta_x$  worden gebruikt om het verwachte rendement van aandeel x te schatten. Het buitengewoon rendement berekenden wij als volgt:

$$R_{x,t} - (\alpha_x + \beta_x * R_{m,t})$$

Hierbij is  $(\alpha_x + \beta_x * R_{m,t})$  het verwachte rendement van aandeel x op tijdstip t.<sup>9</sup>

### 3 Empirisch onderzoek

Op 5 november 1990 kondigden Nationale Nederlanden en NMB-Postbank Groep aan te willen fuseren. In de daarop volgende periode tot en met 4 maart 1991 – de dag waarop het bod gestand werd gedaan – hebben alle betrokken partijen aankondigingen gedaan, met betrekking tot de fusie, waarop de aandelenmarkt in Amsterdam steeds heeft gereageerd. Hierna onderzoeken wij de dagelijkse marktreacties in deze periode.<sup>10</sup> Tijdens de hierna volgende bespreking van de marktreacties moet er bij de interpretatie van het buitengewoon

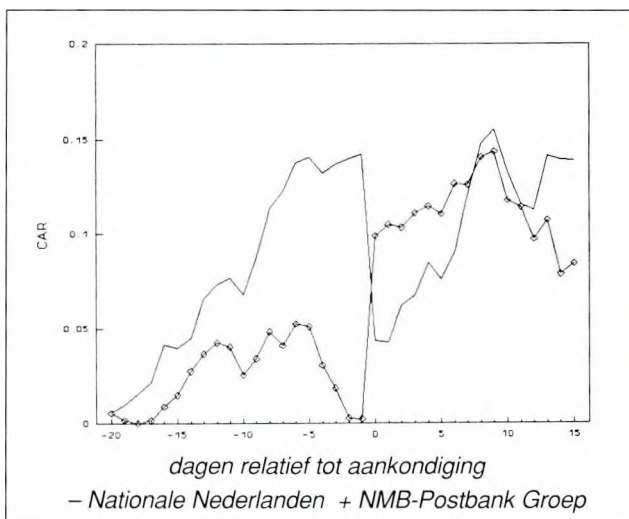
rendement op worden gelet dat:

- de buitengewone rendementen na 6 november 1990 de veranderde verwachtingen van de markt omtrent de fusie aangeven;
- het buitengewoon rendement op dagen waarop verschillende informatie bekend werd, niet kan worden opgesplitst naar de verschillende componenten van de informatie.

Op 5 november 1990 waren de beursnoteringen van de beide bedrijven opgeheven. De ruilverhoudingen waren als volgt: voor één certificaat Nationale Nederlanden kreeg de certificaathouder één certificaat van de nieuwe holding en één warrant ter waarde van f 1,-. De aandeelhouder NMB-Postbank Groep kreeg voor elk aandeel 7/10 certificaat van de nieuwe holding + een 10-jarige obligatie met een 10% coupon en een nominale waarde van f 10,- + één warrant ter waarde van f 1,-. Op de warrants van NMB-Postbank Groep zou een overeenkomstig bod gedaan worden. In een periode van 10 jaar geven 7 warrants nieuwe holding plus f 70,- recht op een certificaat van de nieuwe holding.

Op 6 november, de eerste handelsdag na de aankondiging van de fusie, behaalden de certificaathouders Nationale Nederlanden (N.N.) een statistisch significant negatief buitengewoon rendement

Figuur 1: Het gecumuleerde buitengewoon rendement rond 6 november 1990



van -10,2%. De aandeelhouders NMB-Postbank Groep (NMB) behaalden op deze dag een statistisch significant buitengewoon rendement van +9,6%.

In figuur 1 geven wij een overzicht van het gecumuleerde buitengewoon rendement (cumulatieve abnormal return = CAR) voor de aandeelhouders van de fusiepartners voor de periode van 20 dagen voor de aankondiging van de fusie tot en met 15 dagen na deze aankondiging. Uit deze figuur kan worden afgeleid dat de markt een overname of fusie van N.N. verwachtte. Het gecumuleerde buitengewoon rendement van N.N. steeg in de periode van twintig dagen tot één dag vóór 6 november van 1% naar 14%. Bij NMB blijkt niet duidelijk dat er een fusie of overname werd verwacht.

Om een overzicht te krijgen van de dagelijkse evoluties van de vermogenspositie van de aandeelhouders van beide ondernemingen hebben wij de buitengewone rendementen berekend. De resultaten voor de gehele periode van 5 november 1990 tot en met 5 maart 1991 worden gegeven in tabel 1.

*Tabel 1: Dagelijks buitengewoon rendement<sup>a</sup>*

Datum	AR (N.N.)	AR (NMB)
november 1990		
5	0.0	0.0
6	-10.2	9.6
7	-0.5	0.4
8	1.5	-0.4
9	0.3	0.8
12	1.6	0.5
13	-1.2	-0.5
14	1.1	1.5
15	2.8	-0.1
16	2.4	1.4
19	0.6	0.4
20	-2.3	-2.5
21	-2.0	-0.4
22	-0.6	-1.8
23	2.8	1.1
26	-0.6	-3.0
27	-0.2	0.6
28	-0.1	1.1
29	-0.3	0.2
30	0.0	0.8
december		
3	0.9	-0.4
januari 1991		
4	-0.6	-0.8
5	-0.3	0.6
6	0.2	0.4
7	-0.4	-0.1
10	0.7	-0.1
11	0.0	0.2
12	0.7	0.3
13	-0.2	-0.1
14	-0.9	-1.7
17	-0.3	-1.6
18	-1.5	-1.7
19	-0.3	-1.0
20	-0.4	-1.3
21	-0.4	-1.3
24	-0.1	0.1
25	0.0	0.0
26	0.0	0.0
27	-0.9	-0.1
28	2.6	1.4
31	0.1	0.0
februari		
1	0.0	0.0
2	-0.6	1.0
3	2.2	2.4
4	2.5	2.6
7	0.6	0.5
8	3.5	3.4
9	3.3	2.7
10	-2.2	-1.4
11	-1.9	-3.0
14	-1.2	-1.9
15	-0.1	2.9
16	-0.4	-0.8
17	7.0	3.6
18	2.5	0.8
21	0.1	-0.7
22	2.6	1.2
23	5.1	3.1
24	0.4	0.5
25	0.0	0.0
28	4.3	6.5
29	-4.7	0.6
30	-2.8	-4.7
31	-4.6	-0.7
1	3.0	2.1
4	0.6	-0.2
5	1.3	-1.2
6	-2.8	-1.3
7	-0.2	-2.7
8	-0.5	1.7
11	-0.3	-2.4
12	-1.4	0.8
13	0.1	-0.7

Datum	AR (N.N.)	AR (NMB)	
	14	-1.0	-0.2
	15	0.6	-1.2
	18	3.2	0.8
	19	0.1	-0.1
	20	-0.4	0.8
	21	-0.8	-0.4
	22	-2.0	0.2
	25	-1.9	-1.6
	26	-1.4	0.8
	27	0.8	0.6
	28	0.4	-0.6
maart			
	1	0.3	0.1
	4	3.8	3.5
	5	0.1	0.0

- a De  $\alpha$  en  $\beta$  van het aandeel NMB-Postbank en het certificaat Nationale Nederlanden hebben wij geschat met de rendementscijfers van de periode 1 januari 1990 tot 1 oktober 1990. De waarden waren:  
 Nationale Nederlanden:  $\alpha$ : -0,0009258,  $\beta$ : 0,84996566 ( $t = 12,7$ );  
 en NMB-Postbank:  $\alpha$ : 0,0004323,  $\beta$ : 1,10261247 ( $t = 11,06$ ).  
 De onderstreepte cijfers hebben een statistisch significantieniveau van 5% of hoger.

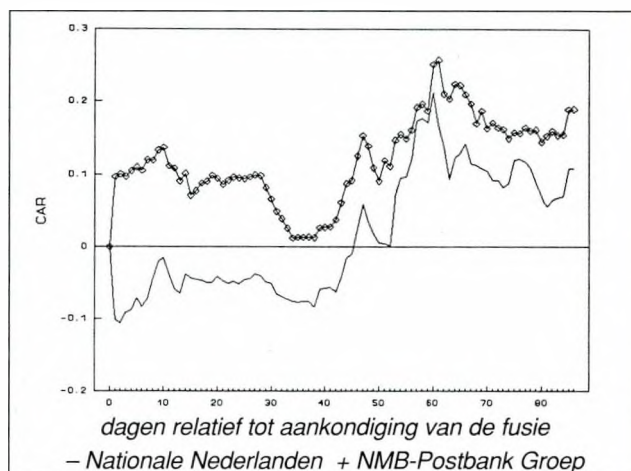
Tijdens de fusieperiode behaalden de aandeelhouders enkele dagen een statistisch significant buitengewoon rendement. Waarvan met name 28 januari 1991 belangrijk was voor de aandeelhouders. Op die dag maakten N.N. en NMB de naam van de nieuwe holding openbaar, namelijk: Internationale Nederlanden Groep (I.N.G.). Tevens werd op die datum de ruilverhouding gewijzigd. De certificaathouders N.N. kregen *f* 6,50 of *f* 0,15 certificaat I.N.G. extra ten opzichte van het bod van 5 november 1990 en de fusiepartners behielden zich het recht voor om het bod gestand te doen bij een aanmelding van 51% van de aandelen. De certificaathouders N.N. behaalden een positief buitengewoon rendement van 4,3%. Voor de aandeelhouders NMB was het buitengewoon rendement nog hoger, namelijk 6,5%. Het hoger bod op certificaten N.N. ging ten koste van de aandeelhouders NMB maar toch was het buitengewoon rendement voor NMB hoger dan het buitengewoon rendement van N.N.

Een andere belangrijke datum voor de fusie was 4 maart 1991. Internationale Nederlanden Groep N.V. maakte op die datum bekend dat 95% van de aandelen/certificaten N.N. en 94,8% van de aandelen NMB werden aangemeld.

Tevens werden 85,8% van de warrants NMB aangemeld. Het bod werd gestand gedaan. De aanmeldingstermijn werd verlengd tot 5 april 15.00 uur. De koers van beide bedrijven steeg op deze dag met ruim 3,5%. De eindreactie van de markt op de geslaagde fusie was positief maar niet statistisch significant.

Om de invloed van de fusie op de vermogenspositie van de aandeelhouders te kunnen bekijken, geven wij in figuur 2 het gecumuleerde buitengewoon rendement voor beide ondernemingen vanaf de eerste aankondiging tot en met de gestanddoening van het bod. De certificaathouders Nationale Nederlanden behaalden een buitengewoon rendement van 10,9% en de aandeelhouders NMB-Postbank Groep behaalden een buitengewoon rendement van 18,9%. De toename van het vermogen van de certificaathouders van Nationale Nederlanden is bijzonder, zeker wanneer wordt gekeken naar de eerste reactie (-10%) van de markt op het eerste bod van 5 november 1990. Later is de markt toch overtuigd geraakt van de voordelen van de fusie voor Nationale Nederlanden.

Figuur 2: Het gecumuleerde buitengewoon rendement in de fusieperiode



Onze resultaten zijn op het eerste gezicht niet consistent met de onderzoeken die in het verleden naar de vermogenspositie van de aandeelhouders zijn gedaan. In deze onderzoeken behaalden de kopers – Nationale Nederlanden kan (hoewel dit officieel is ontkend) gezien worden als koper van NMB-Postbank Groep – een niet significant positief of een negatief buitengewoon rendement. De meeste onderzoekers, onderzochten echter het gemiddelde rendement van de aandeelhouders. Hier kunnen dus uitschieters naar boven en/of beneden tussen zitten.

De aandeelhouders van NMB-Postbank Groep behaalden een gecumuleerd buitengewoon rendement van 18,9% over de periode van 5 november tot en met 5 maart 1991. Dit komt overeen met de eerdere onderzoeken, die voor de verkoper een positief buitengewoon rendement berekenden. Het rendement na de aankondiging van het eerste bod was 10%. Toen een tweede en hoger bod op de certificaten Nationale Nederlanden werd verwacht, en ook kwam, bleef het vermogen van de aandeelhouders stijgen. Het tweede bod op de certificaten N.N. kwam gedeeltelijk ten laste van de aandeelhouders NMB Postbank, maar het rendement van de aandeelhouders bleef hoog en was uiteindelijk 18,9%.

#### 4 Conclusie

Uit ons onderzoek blijkt dat zowel de certificaathouders Nationale Nederlanden als de aandeelhouders NMB-Postbank Groep ten gevolge van de fusie een positief rendement hebben behaald. De aandeelhouders van de fusiepartners menen er dus op vooruit te zijn gegaan. Wij kunnen concluderen dat de markt positief heeft gereageerd op de fusie. De redenen hiervoor kunnen worden gevonden in de eerder genoemde effecten, zoals schaalvoordelen, een betere benutting van de distributiekanaalen en de gezamenlijke ontwikkeling van nieuwe producten en diensten. Wij willen echter opmerken dat ons onderzoek een 'case-study' was en de resultaten hiervan kunnen dan ook niet worden gegeneraliseerd voor andere fusies.

#### Noten

- 1 Een versie van deze paper is gepresenteerd op de Workshop 'The Market for Corporate Control' Katholieke Universiteit Tilburg, juni 1991. Wij danken de participanten aan deze Workshop voor hun commentaar.
- 2 Fentrop, P., 'Fusie voor Nat Ned laatste wat er op zit', in *NRC Handelsblad* van 11 januari 1991, pp. 9-10.
- 3 Hillen, J.L.S.M., 'Wet toezicht Kredietwezen uit Wetten Binnelands geldwezen', uit *Nederlandse Staatswetten Editie Schuurman & Jordens*, nr. 143, 1987, pp. 85-91;
- Wolf, A. de. 'Wet toezicht verzekeringsbedrijf en Wet herverzekering investeringen', uit *Nederlandse Staatswetten Editie Schuurman & Jordens*, nr. 138, 1988, pp. 439-453.
- 4 'Postbank paait ervaren belegger', in *Het Financieele Dagblad* van 6 april 1991, p. 15.
- 5 In de financiële pers heeft een uitgebreide discussie plaatsgevonden over de voor en tegens van de fusie. Zie bijvoorbeeld: Schreuder, H., 'De fusie tussen Nationale Nederlanden en NMB-Postbank Groep', in *Economisch Statistische Berichten* van 16 januari 1991, pp. 73-78.
- VBA-Kroniek, in *VBA-Journal* van maart 1991, pp. 2-4.
- 6 Zie bijvoorbeeld: Jarrell, G.A., J.A. Brickley, en J.M. Netter, 'The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980', in *Journal of Economic Perspectives*, 1988, pp. 49-68;
- Jensen, M.C., en R.S. Ruback, 'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence', in *Journal of Financial Economics*, 1983, pp.5-50;
- Mandelker, G., 'Risk and return: The Case of Merging Firms', in *Journal of Financial Economics*, 1974, pp. 303-335;
- Ellert, J., 'Mergers, Anti-trust Law Enforcement and Stockholders Returns', in *Journal of Finance*, 1976, pp. 715-732;
- Dodd, P., 'Merger proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth', in *Journal of Financial Economics*, 1980, pp.105-137;
- Dodd, p., en R. Ruback, 'Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis', in *Journal of Financial Economics*, 1977, pp. 351-373;
- Kummer, D., en J.R. Hoffmeister, 'Valuation Consequences of Cash Tender Offers', in *Journal of Finance*, 1978, pp. 505-516;
- 7 Ruback, R.S., 'The Conoco Takeover and Stockholder Returns', in *Sloan Management Review*, 1982, pp. 13-33;
- , 'The Cities Service Takeover: A Case Study', in *Journal of Finance*, May 1983, pp. 319-330.
- 8 Het Capital Asset Pricing Model en het Marktmodel werd veelvuldig beschreven in financieringsboeken onder andere door Copeland en Weston, 'Financial Theory and Corporate Policy', derde editie, Addison Wesley, 1988.
- 9 De dagelijkse koersen van Nationale Nederlanden en NMB-Postbank Groep zijn verzameld van *Datastream International*. Het rendement is berekend als:  $\text{Log}(P_t) - \text{Log}(P_{t-1})$ , waarbij  $P_t$  de koers van het aandeel op tijdstip  $t$  is.  $P_t$  is gecorrigeerd voor dividenduitkeringen. Voor de marktportefeuille hebben wij de CBS/ANP-Index gebruikt.
- 10 Voor een overzicht van alle aankondigingen met betrekking tot de fusie in de periode van 5 november 1990 tot en met 5 maart 1991 zie Cremers, R. en A. Tourani Rad, 'Een empirisch onderzoek naar de gevolgen van de fusie tussen Nationale Nederlanden en NMB-Postbank Groep', *Research Memorandum*, 91-015, Rijksuniversiteit Limburg, 1991.