

De welvaartseffecten van de fusie Nationale Nederlanden-NMB Postbank Groep

H.G. Barkema*

De fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB-Postbank Groep, die vorig jaar zijn beslag kreeg, heeft per saldo geen waarde gecreëerd. Een analyse van de aandelenkoersen leert dat de beleggers in Nationale Nederlanden f 1 mrd. hebben verloren, terwijl de beleggers in de NMB Postbank Groep f 1 mrd. hebben gewonnen. De liberalisering van het zogenaamde structuurbeleid per 1 januari 1990, waardoor fusies tussen banken en verzekeringsmaatschappijen mogelijk werden, heeft in het specifieke geval van de fusie NN-NMBPG niet tot welvaartsverhoging geleid.

Ruim een jaar geleden kondigden Nationale Nederlanden en de NMB-Postbank Groep in een gezamenlijk persbericht hun fusie aan. Van de zijde van NN en NMBPG is steeds geclaimd dat de fusie waarde zou creëren. Tijdens een presentatie voor institutionele beleggers in Londen hebben de fusiepartners de grootte van het synergie-effect zelfs gesteld op f 100 mln. netto winst per jaar.

In dit artikel bezie ik vanuit de optiek van de belegger of de fusie inderdaad waarde heeft gecreëerd¹. Ik maak daarbij gebruik van de methode van de 'event-study'. Met name in de Angelsaksische landen zijn veel van dergelijke studies verricht². Gemiddeld wordt daarbij het volgende gemeten. Het door de aandeelhouders van het doelwit behaalde buitengewone rendement schommelt bij een fusie rond de 20% en bij een overname rond de 30%. In beide gevallen winnen of verliezen de aandeelhouders van de bieder niet of nauwelijks. De gezamenlijke beurswaarde van de bij de fusie of overname betrokken ondernemingen stijgt. Overigens worden in empirische studies in de industriële organisatieliteratuur doorgaans minder gunstige effecten gemeten³.

In een 'event-study' naar fusies en overnames van Amerikaanse banken is gemeten dat de aandeelhouders van het doelwit gemiddeld een buitengewoon rendement behalen van 15%, terwijl de aandeelhouders van de bieder gemiddeld 4% verliezen. Ook hier wordt een stijging gemeten van de gezamenlijke beurswaarde van de bij de fusie of overname betrokken ondernemingen⁴.

Een eerdere 'event-study' naar de fusie NN-NMBPG is verricht door Cremers en Tourani Rad van de Rijksuniversiteit Limburg⁵. Deze auteurs concluderen dat als gevolg van de fusie de aandeelhouders NN en NMBPG buitengewone rendementen hebben behaald van respectievelijk 10,9% en 18,9%. Dit zou betekenen dat zowel de aandeelhouders van NN als

van NMBPG hebben gewonnen bij de fusie, en dat de fusie voor hen waarde heeft gecreëerd. Een enkel woord over de techniek. Bij een 'event-study' analyseert men de aandelenkoersen van de bij de 'event', bij voorbeeld een fusie, betrokken ondernemingen. Leidt de aankondiging van de fusie tot een stijging van de koersen van de betrokken ondernemingen, dan wordt geconcludeerd dat de fusie waarde heeft gecreëerd⁶.

Het effect van de (aankondiging van de) fusie op de beurskoersen wordt doorgaans berekend op grond

* De auteur bekleedt de Wim Bogers-leerstoel aan de Katholieke Universiteit Brabant. Hij dankt Sytse Douma voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit artikel en Michael Schellekens voor zijn uitstekende assistentie bij het bewerken van de data.

1. Dit artikel is onderdeel van een omvangrijker case-studie door Harry Barkema, Sytse Douma en Bas Steins Bisschop, waarin ook naar strategische en juridische aspecten van de fusie wordt gekeken. Deze studie verschijnt binnenkort in boekvorm bij Academic Service.

2. Voor een overzicht van deze literatuur, zie M.C. Jensen en R.S. Ruback, The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 1983, blz. 5-50; en G.A. Jarrell, J.A. Brickley, en J.M. Netter, The market for corporate control: the empirical evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives*, 1988, blz. 49-68.

3. Zie D.J. Ravenscraft en F.M. Scherer, *Mergers, sell-offs and economic efficiency*, Brookings Institution, Washington, 1987; P.W. Moerland, De welvaartsparadox van fusies en overnames, *ESB*, 14 november 1990, blz. 1071-1074.

4. G. Hawawini en I. Swary, *Mergers and acquisitions in the US banking industry*, North Holland, Amsterdam, 1990. 5. R.H.M.A. Cremers en A. Tourani Rad, *Een empirisch onderzoek naar de gevolgen van de fusie tussen Nationale Nederlanden en NMB-Postbank Groep*, Research Memorandum, Rijksuniversiteit Limburg, 1991.

6. In de moderne financieringstheorie wordt aangenomen dat de koers van het aandeel een weerspiegeling is van de verwachte contante netto kasstromen van de onderneming.

van het marktmodel⁷. Daarbij wordt voor een 'benchmark'-periode – meestal een periode ruim voorafgaand aan de aankondiging – de gevoeligheid geschat van het rendement van de bij de fusie betrokken aandelen voor het rendement van de aandelenmarkt als geheel. Deze gevoeligheid wordt de β genoemd. Daarna wordt op grond van (onder meer) deze β 's en op grond van het rendement van de aandelenmarkt tijdens de 'event'-periode, de periode rond de aankondiging, een voorspelling gemaakt van het rendement van de bij de fusie betrokken fondsen over de 'event'-periode voor het geval de aankondiging niet had plaatsgevonden. Het verschil tussen dit voorspelde rendement en het werkelijke rendement van deze fondsen tijdens de 'event'-periode wordt het buitengewone rendement genoemd. In principe kunnen berekeningen van buitengewone rendementen op grond van andere modellen dan het marktmodel tot andere uitkomsten leiden. Daarom zijn de buitengewone rendementen ook berekend op grond van het 'means adjusted returns'-model en het 'market adjusted returns'-model⁸. In dit artikel ga ik uit van de buitengewone rendementen op grond van het marktmodel. Waar uitkomsten van andere modellen sterk afwijken geef ik tevens deze andere uitkomsten.

De opzet van de studie

De eerder genoemde Limburgse 'event-study' is een nuttige bijdrage, alleen al omdat tot nu toe weinig 'event-studies' op grond van Nederlandse data zijn verricht. Niettemin valt er een kanttekening bij te maken. De 'benchmark'-periode in deze studie loopt van 1 januari 1990 tot 1 oktober 1990, en de 'event'-periode van 5 november 1990 tot 6 maart 1991⁹. De 'event'-periode is aldus gekozen omdat op 5 november 1990 de officiële aankondiging van de fusie plaatsvond (in een gezamenlijk persbericht van NN en NMBPG) en op 1 maart 1991 de termijn sloot waarop (certificaten van) aandelen NN en NMBPG konden worden aangemeld, waarna bleek dat voldoende stukken waren aangemeld om de fusie te laten doorgaan¹⁰.

Tijdens de bovengenoemde 'benchmark'-periode vonden echter twee abnormale gebeurtenissen plaats. Ten eerste circuleerden er al voor 1 oktober 1990 geruchten in de pers over een op handen zijnde fusie, bij voorbeeld in het blad *Beleggers Belangen* dat rond 17 september 1990 verscheen. Ten tweede viel begin augustus 1990 Irak Koeweit binnen.

In de huidige studie eindigt de 'benchmark'-periode daarom op 1 augustus 1990 en loopt de 'event'-periode van 2 augustus 1990 tot 6 maart 1991¹¹. Dit heeft tot gevolg dat:

- de op grond van de 'benchmark'-periode geschatte parameters niet worden vertekend als gevolg van de Golfoorlog en van de eerste geruchten over de fusie NN-NMBPG;

- bij de berekening van de buitengewone rendementen als gevolg van de fusie de effecten van de officiële aankondiging van de fusie en van de (al lereerste) geruchten worden meegenomen;
- zowel het slechte nieuws over de op handen zijnde Golfoorlog begin augustus 1990 als het goede nieuws namelijk de beëindiging van de oorlog medio januari 1991 binnen de 'event'-periode vallen. Hierdoor zullen de versturende effecten van de Golfoorlog op de berekende abnormale rendementen over de 'event'-periode elkaar neutraliseren¹².

Met name omdat Aegon heeft geclaimd dat men na deel heeft ondervonden van de fusie, zijn voor de 'event'-periode tevens de buitengewone rendementen berekend voor de aandeelhouders van andere verzekeraars.

Empirische resultaten

De op grond van dagkoersen over de 'benchmark'-periode (1 februari 1990 tot 1 augustus 1990) geschatte fonds- β 's zijn weergegeven in tabel 1¹³.

Deze tabel geeft tevens de constante termen van de modelschattingen. Deze constante termen kunnen worden geïnterpreteerd als de autonome ontwikkeling in de buitengewone rendementen van de fondsen, los van de ontwikkeling van de aandelenmarkt als geheel.

De β 's in tabel 1 voldoen keurig aan het gangbare beeld dat verzekeringsfondsen wat minder riskant zijn dan banken. NN en Aegon hebben de laagste β 's (rond de 0,70), de NMBPG heeft de hoogste β (rond de 1,00), en Amev (gefuseerd met de VSB) zit als verzekerbank hier tussen in. Overigens zijn de β 's in tabel 1 vergelijkbaar aan de β 's die eerder

Tabel 1. De β 's van de bij de fusie betrokken fondsen, geschat op grond van data over de periode 1 februari 1990-1 augustus 1990

	Constante term	β
Nationale Nederlanden	-0,000123	0,703
NMB Postbank Groep	-0,000514	1,031
Aegon	0,001340	0,745
Amev	-0,000279	0,923

7. Zie S.J. Brown en J.B. Warner, Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics*, 1980, blz. 205-258; S.J. Brown en J.B. Warner, Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economics*, 1985, blz. 3-31.

8. Idem.

9. De bovengenoemde buitengewone rendementen van 10,9% voor NN en 18,9% voor NMBPG slaan dus op deze periode.

10. Om precies te zijn, 95% van de (certificaten van) aandelen NN en 94% van de (certificaten van) aandelen NMBPG waren aangemeld.

11. Voorts laat ik de 'benchmark'-periode beginnen op 1 februari 1990 en niet op 1 januari 1990 omdat op laatstgenoemde datum het aandeel NMBPG voor het eerst op de beurs werd verhandeld en zich in de eerste maand abnormale koersontwikkelingen kunnen hebben voorgedaan. Daarnaast pleeg ik een kleine correctie op de berekening van standaarddeviaties, als in R.S. Ruback, The Conoco takeover and stockholder returns, *Sloan Management Review*, 1982, blz. 13-33.

12. Dit is met name van belang omdat nadere analyse leert dat bij voorbeeld de koers van het aandeel NN abnormaal sterk reageerde op het begin en op het eind van de Golfoorlog, dat wil zeggen sterker dan men op grond van over de 'benchmark'-periode geschatte parameters en op grond van de ontwikkeling van de aandelenmarkt als geheel tijdens deze gebeurtenissen zou verwachten.

13. De β is geschat door de dagrendementen van de (certificaten van) aandelen van de bij de fusie betrokken fondsen te regresseren op de dagrendementen van de aandelenmarkt als geheel, gemeten aan de hand van de CBS-herbeleggingsindex.

voor deze fondsen zijn gemeten¹⁴. Bezien we de constante termen in tabel 1, dan valt de hoge waarde van de constante term van Aegon op. Kennelijk realiseerde dit fonds een relatief forse stijging van de koers in de 'benchmark'-periode, los van de ontwikkelingen van de aandelenmarkt als geheel.

De gegevens uit tabel 1 zijn gebruikt voor de berekening van de buitengewone rendementen die de aandeelhouders van de vier fondsen over de periode van 2 augustus 1990 tot 6 maart 1991 hebben behaald. Ik geef eerst de resultaten voor NN.

De aandeelhouders NN hebben gedurende de periode van 2 augustus 1990 tot 6 maart 1991 een buitengewoon rendement behaald van -11,45% ($t = -0,92$). Rond de eerste publikatie van het gerucht van de fusie, in *Beleggers Belangen*, realiseerden beleggers NN op 12 achtereenvolgende beursdagen, van 11 september 1990 tot 26 september 1990, elke dag een negatief buitengewoon rendement van in totaal 11,72%. Voorts realiseerden aandeelhouders NN op 6 november 1990 – de eerste beursdag dat op de officiële aankondiging van de fusie kon worden gereageerd – een negatief buitengewoon rendement van 10,28% ($t = 14,47$).

Deze resultaten dienen met enige voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd. Zo meldde NN rond 17 september tegenvallende resultaten. Verder is het gemeten buitengewone rendement van -11,45% over de periode van 2 augustus 1990 tot 6 maart 1991 niet significant. Daar staat tegenover dat berekeningen op grond van andere modellen dan het marktmodel tot vergelijkbare of zelfs nog ongunstiger resultaten voor aandeelhouders NN leiden¹⁵. Ook is het buitengewone rendement op de eerste beursdag na de officiële aankondiging veelzeggend: -10,28%¹⁶. In combinatie duiden deze resultaten er vrij sterk op dat de aandeelhouders NN geloofden dat de fusie in hun nadeel was. De aandeelhouders NMBPG hebben over de periode van 2 augustus 1990 tot 6 maart 1991 een significant, positief buitengewoon rendement behaald van 23,87% ($t = 1,92$)¹⁷. Op de eerste beursdag na de officiële aankondiging van de fusie realiseerden aandeelhouders NMBPG een positief buitengewoon rendement van 9,61% ($t = 10,70$). Deze resultaten suggereren dat aandeelhouders NMBPG een positief buitengewoon rendement hebben behaald als gevolg van de fusie.

De aandeelhouders Amev hebben over de periode 2 augustus 1990 tot 6 maart 1991 een buitengewoon rendement behaald van 5,16% ($t = 0,41$). Er kan dus niet worden geconcludeerd dat de aandeelhouders Amev nadeel hebben ondervonden van de fusie.

Aegon is het enige fonds waarvoor de berekende buitengewone rendementen sterk afhankelijk zijn van het specifieke model dat wordt gebruikt. Op grond van het marktmodel wordt berekend dat aandeelhouders Aegon over de periode 2 augustus 1990 tot 6 maart 1991 een negatief buitengewoon rendement hebben behaald van 29,41% ($t = 2,36$) en op grond van het 'means adjusted returns'-model wordt berekend dat ze een negatief buitengewoon rendement hebben behaald van 30,49% ($t = 2,45$). Daarentegen wordt op grond van het 'market adjusted returns'-model een positief hoewel insignificant buitengewoon rendement berekend van 2,80% ($t = 0,23$).

Deze verschillen worden veroorzaakt door de sterk positieve autonome ontwikkeling van het rende-

ment van Aegon gedurende de 'benchmark'-periode (zie de constante term in tabel 1). Bij het marktmodel en het 'means adjusted returns'-model wordt impliciet aangenomen dat deze ontwikkeling zich ook gedurende de 'event'-periode zou hebben doorgezet. Vergeleken met voorspellingen op grond van deze modellen hebben aandeelhouders Aegon tijdens de 'event'-periode een negatief buitengewoon rendement behaald van rond de 30%. Daarentegen houdt het 'market adjusted returns'-model uitsluitend rekening met de rendementsontwikkeling van de aandelenmarkt als geheel tijdens de 'event'-periode. Vergeleken hiermee hebben beleggers in Aegon een licht positief buitengewoon rendement behaald van 2,80%. Dit leidt tot de volgende conclusie. Kennelijk is na de aankondiging van de fusie NN-NMBPG de opmars van de koers van het aandeel Aegon gestuit en 'dobbert' het sindsdien op en neer met de markt.

Heeft de fusie waarde gecreëerd?

Eerder is berekend dat aandeelhouders NN en NMBPG in de 'event'-periode buitengewone rendementen hebben behaald van respectievelijk -11,45% en 23,87%. Op grond hiervan kan worden berekend hoeveel waarde de fusie heeft gecreëerd of vernietigd. De uitkomsten van de berekening dienen voorzichtig te worden geïnterpreteerd, omdat de berekening van de buitengewone rendementen met onzekerheid is omgeven. Niettemin geeft het een indicatie.

Op 2 augustus 1990, aan het begin van de 'event'-periode, waren er 147.502.250 certificaten NN in omloop. De koers van NN op die dag was f 68,78. Een buitengewoon rendement van -11,45% correspondeert dus met een waardevernietiging voor aandeelhouders NN van 11,45% ($147.502.250$) (f 68,78) = f 1,16 miljard. Een analoge berekening voor NMBPG

14. Zie de over 1979-1984 berekende fonds- β 's in A.B. Dorsman en J. van der Hilst, De fonds- β 's, in: A.B. Dorsman, J. van der Hilst en R. Wijmenga (red.), *De Amsterdamse aandelenmarkt*, Samson, Alphen aan de Rijn, 1987. In theorie zou de β van Amev na de fusie met de VSB iets moeten zijn gestegen, omdat banken doorgaans iets riskanter zijn dan verzekeringsfondsen. Inderdaad is de β in tabel 2 iets hoger dan de β geschat over de periode 1979-1984 (zie Dorsman en Van der Hilst), maar op grond van deze gegevens kan niet worden geconcludeerd dat de β van Amev na de fusie (significant) is gestegen.

15. Op grond van het 'market adjusted returns'-model wordt een buitengewoon rendement berekend van -12,32% en op grond van het 'means adjusted returns'-model wordt een buitengewoon rendement berekend van -17,79%.

16. Voorts leidden gebeurtenissen die de kans op een fusie verkleinden tot positieve abnormale rendementen voor aandeelhouders NN (bij voorbeeld op 22 januari 1991 toen Aegon dreigde haar stukken niet aan te melden) en leidden gebeurtenissen die de kans op een fusie vergrootten (bij voorbeeld op 6 februari 1991 nadat een persconferentie van Aegon deed vermoeden dat het de fusie niet zou blokkeren) tot negatieve abnormale rendementen voor aandeelhouders NN. Voor nadere empirische analyse, zie de aangekondigde studie van Barkema, Douma en Steins Bisschop.

17. Weer worden op grond van andere modellen ongunstiger resultaten verkregen: 15,00% op grond van het 'market adjusted returns'-model en 9,82% op grond van het 'means adjusted returns'-model.

levert een gecreëerde beurswaarde van 23,87% (96.926.464) (f 44,78) = f 1,04 miljard. De gezamenlijk gecreëerde beurswaarde is f 1,04 miljard - f 1,16 miljard = - f 0,12 miljard. De conclusie lijkt dus dat de fusie geen waarde heeft gecreëerd. Overigens is de berekende negatieve waarde van f 0,12 miljard zo klein, bij voorbeeld ten opzichte van de totale beurswaarden van NN en NMBPG, dat ook niet kan worden geconcludeerd dat waarde is vernietigd als gevolg van de fusie.

Samengevat: de fusie lijkt vanuit de optiek van beleggers geen waarde te hebben gecreëerd. Beleggers in NN lijken ruwweg f 1 miljard te hebben verloren, terwijl beleggers in NMBPG ruwweg f 1 miljard hebben gewonnen. Beleggers lijken daarmee niet te geloven in een extra netto winst van f 100 mln. per jaar.

Was NN bevangen door hubris?

Houdt dit nu in dat NN de voordelen van de fusie heeft overschat? Of, zoals dat zo mooi heet, dat NN bevangen is geweest door hubris¹⁸? Dit hoeft niet noodzakelijk zo te zijn, zoals het volgende, wellicht wat onwaarschijnlijke scenario illustreert. Stel dat de top van de betrokken ondernemingen, in tegenstelling tot bij voorbeeld de effectenbeurs, al eerder dan november 1990 beseftte dat het niet in de toekomst kunnen beschikken over het distributiekanaal NMBPG voor een groot verzekeringsfonds een belangrijke winstderving zou inhouden, voor Aegon met een contante waarde van f 1 miljard en voor marktleider NN nog meer. De NMBPG, die de mogelijkheid had om verschillende bieders tegen elkaar uit te spelen, kon daardoor aan NN, ook in de afwezigheid van synergie tussen NN en NMBPG, f 1 miljard aan fusiepremie vragen. NN moest dit wel bieden, omdat het niet kunnen beschikken over het afzetkanaal NMBPG een nog grotere schadepost zou impliceren.

In overeenstemming met dit scenario is in ieder geval dat beleggers NMBPG f 1 miljard lijken te hebben gewonnen en dat beleggers NN f 1 miljard hebben verloren. Dit correspondeert met een transfer van f 1 miljard van aandeelhouders NN naar aandeelhouders NMBPG. De sterke onderhandelingspositie van NMBPG blijkt voorts uit de premie van 23% voor certificaathouders NMBPG, die hoger is dan wat althans in de VS gemiddeld als premie voor banken wordt betaald: 15%. Voorts steekt het verlies van 11% voor certificaathouders NN ongunstig af tegen het gemiddelde resultaat dat aandeelhouders van de bieder behalen: geen winst maar ook geen verlies. Aegon zou volgens het scenario een schade lijden met een contante waarde van f 1 miljard. Een dergelijke daling van de beurskoers van Aegon lijkt inderdaad te hebben plaatsgevonden (uitgaande van berekeningen op grond van het marktmodel en het 'means adjusted returns'-model). Tot slot, de door de fusie voorkomen inkomstderving voor NN met een contante waarde van ruim f 1 miljard zou heel goed kunnen corresponderen met het voorkomen van een derving van f 100 mln. netto winst per jaar. De ironie wil dat NN dan toch gelijk zou hebben met de claim dat de fusie een synergie-effect heeft van f 100 mln. netto winst per jaar. Alleen gaat het dan niet om f 100 miljoen extra winst vergeleken met de situatie voor de fusie, maar om het

voorkomen van een derving van f 100 miljoen winst per jaar. Nogmaals, het bovengeschetste scenario hoeft zich niet (precies zo) te hebben voorgedaan. Niettemin illustreert het dat NN niet noodzakelijk bevangen is geweest door hubris.

Breder perspectief

De fusie NN-NMBPG lijkt aandeelhouders, als categorie, geen voordeel te hebben gebracht. Beleggers in Nederlandse verzekeringsfondsen lijken f 1 à 2 miljard te hebben verloren (f 2 miljard indien beleggers in Aegon inderdaad f 1 miljard schade hebben geleden als gevolg van de fusie), terwijl beleggers in de banksector f 1 miljard lijken te hebben gewonnen. Kennelijk hebben beleggers per saldo niet gewonnen, en mogelijk verloren. Voor werknemers zijn de gevolgen beperkt, omdat de activiteiten van NN en NMBPG elkaar in slechts geringe mate overlappen. Niettemin lijken werknemers ook niet beter te worden van de fusie. Voor de consument geldt dat, ook indien de fusie geen prijsverhogend effect zal hebben op de produkten die NN via de NMBPG aanbiedt, de fusie kan leiden tot een verschraving van het aanbod voor de consument, vergeleken met de situatie dat niet zou zijn gefuseerd. Het is althans goed voorstelbaar dat de produkten van NN en van andere verzekeringsmaatschappijen in de toekomst niet op voet van gelijkheid via de loketten van de voormalige Postbank zullen worden verhandeld. Samengevat: de fusie lijkt eerder negatief dan positief uit te pakken voor aandeelhouders, werknemers en consumenten.

Momenteel bestaat er groot enthousiasme voor fusies en overnames. Dat enthousiasme lijkt hier en daar zelfs over te slaan in een euforie van 'hoe groter hoe beter'. In dit licht kan het geen kwaad om te beseffen dat er ook fusies plaatsvinden waarvan de welvaartseffecten niet positief lijken te zijn.

De fusie NN-NMBPG is mogelijk gemaakt door de liberalisering van het z.g. structuurbeleid per 1 januari 1990. Zou het eerder in dit artikel geschetste scenario, of een variant hierop, juist zijn dan heeft de liberalisering van het structuurbeleid NN zelfs in de positie gebracht dat het was 'gedwongen' tot deze fusie, om te voorkomen dat een andere verzekeringsmaatschappij het deed. Economen zijn doorgaans geneigd te geloven dat het loslaten van regelgeving leidt tot een efficiëntere aanwending van produktiemiddelen en tot een verhoging van de welvaart. De empirische uitkomsten in dit artikel doen echter vermoeden dat de liberalisering van het structuurbeleid in het specifieke geval van de fusie NN-NMBPG niet tot een dergelijke welvaartsverhoging heeft geleid.

Harry Barkema

18. Zie R. Roll, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business*, april 1986, blz. 197-216. Ook andere motieven worden in de Angelsaksische literatuur wel genoemd voor fusies en overnames, bij voorbeeld dat het management eigen belangen nastreeft in plaats van de belangen van aandeelhouders, het verminderen van de belastingdruk voor de gezamenlijke ondernemingen, en het vervangen van inefficiënt management bij het doelwit. Dergelijke motieven blijven in dit artikel buiten beschouwing.