

De concentratiebeweging in de Amerikaanse economie

Sinds een aantal jaren is in de Amerikaanse economie een spectaculaire concentratiebeweging aan de gang. Overnemingen ter waarde van meer dan een miljard dollar zijn daarbij geen uitzondering. Het is niet voor het eerst dat de Amerikaanse economie een verhoogde concentratie-activiteit te zien geeft. Sinds het eind van de vorige eeuw zijn er vier grote fusiegolven geweest. In dit artikel wordt op de achtergronden van deze bewegingen ingegaan. In een volgend artikel zal het concentratieverschijnsel in de Europese economie worden besproken.

PROF. DR. H.W. DE JONG*

Inleiding

In de Amerikaanse economie is thans de vierde golf van ondernemingsconcentraties in honderd jaar aan de gang. Het aantal fusies en overnemingen is de laatste jaren sterk gestegen en ook de totale waarde van de overgenomen activa is enorm toegenomen. Het jaar 1986 bracht een hoogtepunt met circa 3.300 geregistreerde fusies en overnemingen, waarbij evenals in 1985 ongekend hoge bedragen in het geding waren; er was sprake van honderden fusies en overnemingen waarmee meer dan \$ 100 mln. gemoeid was.

In dit artikel wordt eerst een korte schets van vroegere fusiegolven gegeven¹. Daarna volgt een bespreking van de omvang en de kenmerken van de huidige concentratiebeweging. Ook zal worden ingegaan op de verklaringen die voor de fusie- en overnemingsgolf worden gegeven. Ondanks de grote hoeveelheid beschikbare gegevens en publicaties over dit onderwerp is voorzichtigheid bij de interpretatie geboden. In de eerste plaats omdat iedere fusie- en overnemingsbeweging uniek is, en in de tweede plaats omdat het concentratieverschijnsel omstreden is: er wordt niet alleen positief en neutraal over geoordeeld, maar ook negatief, afhankelijk van de economisch-politieke opvattingen van de auteurs.

Wat de terminologie betreft kan onderscheid worden gemaakt tussen ondernemingsconcentratie, consolidatie, fusie ('merger') en overname ('takeover'). Het overkoepelende begrip is ondernemingsconcentratie. Dit begrip duidt op samenvoeging van twee of meer ondernemingen. Consolidatie betekent de samenvoeging van een groot aantal ondernemingen tot een groot geheel, terwijl de termen fusie en overname slaan op de combinatie van slechts twee of drie ondernemingen. Fusie wil daarenboven zeggen dat de samenvoeging van de voorheen zelfstandige ondernemingen berust op de wilsovereenstemming (na onderhandelingen) van de leiders van deze ondernemingen. Overname duidt op een ondernemingsconcentratie die plaats-

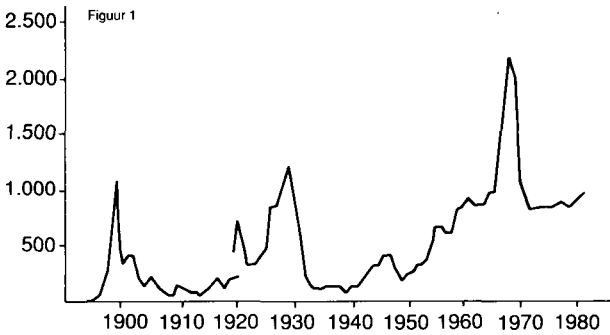
vindt tegen de wil van één van de partijen en waarbij zich vaak een strijd om de beheersing van een onderneming voordoet. Men spreekt dan wel van 'hostile takeovers' of 'contested mergers'. Ondernemingsconcentratie doet zich eveneens voor in partiële vorm: een gedeelte van de onderneming of van een concern (als groep van juridisch zelfstandige ondernemingen die economisch gecentraliseerd zijn) wordt afgesplitst en verenigd met een andere onderneming. Ook – en met name in de huidige concentratiegolf – doet zich het omgekeerde voor: een overgenomen concern wordt opgesplitst en ten dele verkocht om uit de opbrengst de overname of fusie te betalen. De gegeven termen mogen duidelijk zijn, hun toepassing is dat lang niet altijd, want concrete gevallen kunnen zeer ingewikkeld zijn. Vaak is het moeilijk te zeggen of er inderdaad zeggenschap ontstaat, of een overname betwist is of dat het management van het 'slachtoffer' alleen probeert een hogere prijs te bedingen, en of de veronderstelde wilsovereenstemming bij de presentatie van de fusie het gevolg is van voorafgaande bedreigingen.

Marktconcentratie, ten slotte, verschilt van ondernemingsconcentratie. Het eerste duidt op het aandeel van een gegeven aantal ondernemingen (bij voorbeeld de 1, 4 of 8 grootste) in een bepaalde markt en wordt theoretisch en beleidsmatig interessant wanneer dit aandeel hoog is. Concentratie van ondernemingen kan gepaard gaan met gelijkblijvende of dalende marktconcentratie, bij voorbeeld wanneer de markt sneller groeit dan de onderneming. Uit ondernemingsconcentratie volgt daarom niet zonder meer dat sprake is van marktconcentratie.

* De auteur is hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam.

1. De drie voorgaande concentratiegolven werden uitvoeriger besproken in het artikel De concentratiebeweging in de Amerikaanse economie, *ESB*, december 1968. Dit artikel is eveneens als hoofdstuk 6 opgenomen in mijn boek: *Ondernemingsconcentratie, de ontwikkelingen in Europa, Amerika en Japan*, Stenfert Kroese, Leiden, 1971.

Figuur 1. Aantal concentraties in mijnbouw en industrie, 1895-1980^a



Bronnen: periode 1895-1920, R.L. Nelson, *Merger movements in American industry, 1895-1956*, Princeton, 1959, Tabel B7; periode 1919-1940, W.L. Thorp, *The merger movement*, in: *The structure of industry*, TNEC Monograph, no. 27, Washington, 1941, Part III, blz. 231 e.v.; periode 1940-1980, FTC, *Statistical report on mergers and acquisitions*, Washington, 1977.

a. De Nelson- en Thorpreeksen zijn niet geheel vergelijkbaar en daarom niet verbonden. De FTC-serie is niet vergelijkbaar met de Grimm serie van tabel 1.

Figuur 1 laat het verloop van de Amerikaanse fusie-activiteit in industrie- en mijnbouw zien sinds de jaren negentig van de vorige eeuw. Het is duidelijk dat deze activiteit sterk varieert. Er traden pieken op rond 1900, aan het eind van de jaren twintig en in de tweede helft van de jaren zestig. Tot het midden van de jaren zeventig is sprake van drie fusiegolven.

De eerste fusiegolf

De eerste fusiegolf vond plaats tussen 1887 en het eerste decennium van de twintigste eeuw. Het hoogtepunt lag tussen de jaren 1897 en 1903; in 1899 alleen al verdwenen er meer dan 1.200 ondernemingen door fusies, overnemingen of consolidaties in een groter geheel. Dieptepunten in de concentratie-activiteit werden bereikt in 1895, 1908 en 1914. Enige kenmerken van deze eerste golf waren:

- het monopoliseringsstreven, tot uiting komend in het hoge consolidatiepercentage (83,5% in de periode 1895 - 1904) van de 3.012 ondernemingen, die in de betreffende periode werden opgeslokt. Vele van die ondernemingen waren elkaars concurrenten geweest. Door de overnemingen ontstonden grote ondernemingen die hun bedrijfstak domineerden. In deze golf ontstonden vele topconcerns van de 20e eeuw: US Steel, Anaconda Copper, International Harvester, Du Pont, General Electric, Eastman Kodak, International Paper enz.;
- het optreden van promotors, die als aanstichters fungeerden van de op te richten monopoliserende concerns. Hiervan was J.P. Morgan de bekendste: hij formeerde in 1901 de US Steel Company, de eerste onderneming met een geconsolideerde waarde aan activa van meer dan \$ 1 mrd., en verdiende daaraan \$ 65 miljoen;
- een sterke concentratie van de consolidatie- en overnemingsactiviteit in een drietal staten, te weten New Jersey, New York en Delaware. In deze staten vond in de periode 1895-1904 ongeveer tweederde van de conso-

lidaties plaats, waaronder vooral de grotere, zodat bijna alle grote concerns daar hun hoofdzetel kregen. De vennootschapswetgeving had blijkbaar een grote invloed op de concentratie-activiteit, want de drie genoemde staten stonden een grotere vrijheid toe inzake de kapitaalstructuur en de incorporatielimiten dan andere staten;

- de concentratie-activiteit kwam voor in alle belangrijke sectoren van industrie en mijnbouw, maar was het sterkst zichtbaar in acht bedrijfstakken: basismetalen, voedingsmiddelen, olie, chemie, transportmiddelen, metaalproducten, machines en kolen. In deze sectoren vond 68% van de consolidaties, fusies en overnemingen plaats. Deze concentraties vertegenwoordigden 77% van de totale kapitalisatie. Wederom de grote concentraties derhalve². Nog belangrijker was de relatieve fusie- en overnemingsactiviteit (gemeten naar de totale kapitaalwaarde van de ondernemingen in de bedrijfstak in het jaar 1904), die een inzicht geeft in de intensiteit per bedrijfstak³. Deze intensiteit was het grootst in de sectoren basismetalen, spoorwegen, conventionele machinebouw, papier en aanverwante producten en chemieproducten. Dit waren toen verouderende bedrijfstakken;
- de transacties vonden plaats in aandelen, niet in activa. Dit verklaart waarom het Congres in section 7 van de Clayton Act van 1914, die de Federal Trade Commission de bevoegdheid gaf ondernemingsconcentraties te verbieden, slechts betrekking had op aandelenoverdrachten. Deze omissie maakte in later jaren van de wet een dode letter⁴.

De tweede fusiegolf

De tweede fusiegolf zette in 1919 in met een scherpe stijging, maar werd abrupt beëindigd met de conjuncturele recessie van 1921. Vervolgens trad een sterk aanzwellende concentratie-activiteit op tussen 1924 en 1929, in samenhang met de grote stijging van de beurskoersen. De stijging van de industriële productie was in die jaren gering⁵. Met de krach op de beurs in Wall Street in oktober 1929, die de koersen deed tuimelen, verdween de fusie- en overnemingsactiviteit weer. Kenmerken van deze tweede golf waren:

- de concentraties omvatten meer ondernemingen maar van minder grote dimensies: er ontstonden in plaats van de eerder gevormde bedrijfstakmonopolies nu vele oligopolies van twee of drie leidende ondernemingen, aangezien de geformeerde concerns de nummers twee en drie in hun sectoren werden: voorbeelden waren Bethlehem Steel, die vervolgens verdere staalondernemingen opkocht, en National Dairy Products die in de jaren twintig 360 ondernemingen opslokte;
- tijdens de tweede golf waren er opvallend veel verticale voor- en achterwaartse integraties, zij het dat het er nog altijd minder waren dan het aantal horizontale integraties, dat 70% van het totaal was⁶. De drie grote kopermijnbouwondernemingen drongen bij voorbeeld zover door in de verwerking dat hun integratiegraad de 100% naderde. Daarnaast ontstond marktverbreding met de eerste diversificatiefusies van de General Foods Com-

2. R.L. Nelson, *Merger movements in American industry, 1895-1956*, Princeton, 1959, blz. 42-43.

3. Nelson, op. cit., blz. 172. In ieder van deze bedrijfstakken was de relatieve concentratie-activiteit meer dan 50% en in de basismetalen zelfs 120%!

4. J.M. Blair, *Economic concentration. Structure, behaviour and public policy*, New York, 1972, hoofdstuk 22.

5. Nelson, op. cit., blz. 121.

6. C. Eis, *The 1919-1930 merger movement in American industry*, *Journal of Law and Economics*, oktober 1969.

Tabel 1. Fusies en overnames in de VS, 1963-1986^a

	Grote concentraties ^b		Alle concentraties ^c		
	aantal	waarde ^d	aantal	totale waarde ^d	gemiddelde waarde ^d
1963	54	7,9	1.361	—	—
1964	73	7,1	1.950	—	—
1965	64	9,7	2.125	—	—
1966	76	9,7	2.377	—	—
1967	138	23,3	2.975	—	—
1968	174	34,0	4.462	116,4	26,1
1969	138	28,4	6.107	61,0	10,0
1970	91	14,4	5.152	40,1	7,8
1971	59	5,7	4.608	29,3	6,4
1972	60	4,2	4.801	37,3	7,8
1973	64	6,7	4.040	35,3	8,7
1974	62	8,7	2.861	24,3	8,5
1975	59	8,8	2.297	21,0	9,1
1976	82	10,6	2.276	33,8	14,9
1977	101	14,6	2.224	34,9	15,7
1978	111	15,9	2.106	50,8	24,1
1979	97	17,6	2.128	59,5	28,0
1980	—	—	1.889	55,5	29,5
1981	—	—	2.395	94,3	39,3
1982	—	—	2.346	58,0	24,7
1983	—	—	2.533	75,8	29,9
1984	—	—	2.543	122,2	48,1
1985	—	—	3.001	179,6	59,8
1986	—	—	3.336	173,1	51,9
1987 ^e	—	—	2.000	192,6	96,3

a. Alle sectoren

b. Volgens de F.T.C. Large merger series, waarbij de verkregen ondernemingen activa hadden ter waarde van minstens \$ 10 miljoen. Sedert 1979 publiceert de F.T.C. deze serie niet meer.

c. Transacties met een waarde van meer dan \$ 500.000 volgens W.T. Grimm, Mergerstat Review, 1985.

d. Herkend in prijzen van 1984 met behulp van de GNP-deflator. In miljarden dollars.

e. De eerste negen maanden van 1987 op jaarbasis.

pany, die ondernemingen in alle mogelijke branches van de voedingsmiddelenindustrie opkocht. Produktdifferentiatie, vooral middels merknamen (Elsie the Cow, Betty Brocker, Sealtest enz.) zette door en inspireerde onder andere de monopolistische-concurrentietheorie van E.H. Chamberlin;

- de bedrijfstakken waar de concentratie- en integratie-activiteit zich in het bijzonder voordeed, waren wederom basismetaal, niet-elektrische machinebouw, voedingsmiddelen- en drankenindustrie, oliewinning en -raffinage, en de non-ferro metalen;
- een groter deel van de fusie- en overnemingsactiviteit betrof activa-transacties in plaats van aandelenoverdrachten, vanwege section 7 van de Clayton Act. Daarom ook bleven de grote consolidaties, waarbij vele ondernemingen betrokken waren zoals in de eerste golf, nagenoeg achterwege;
- investeringsbankiers, die als bemiddelaars optraden en goed geld met de concentratie-activiteit verdienden, waren er tijdens de eerste golf geweest, zoals wij zagen. In de jaren twintig breidde die activiteit zich snel uit, ook in nieuwe vormen: afzonderlijke afdelingen bij de bankiershuizen die van fusies, overnemingen en de financiering ervan hun dagelijks werk maakten; speciale mensen (de 'finders') die fusiekandidaten opspoorden en benaderden, conflicten uit de weg ruimden, de ruilverhoudingen voorstelden, en een percentage van de omzet van de overgenomen onderneming (meestal 2% tot \$ 2 mln., daarna degressief oplopend) als 'fee' berekenden: "With no more than a copy of Moody's Industrials, a telephone, and some contacts a finder might suggest 20 to 30 pieces of prospective merger business a year to an investment bank or active acquiring firm"⁷;

- de investeringsbankiers waren, evenals de betrokken ondernemingen geïnteresseerd in reductie van de concurrentie, zowel wat de door hen tot stand gebrachte concentraties aangaat, als wat hun onderlinge marktafbakening betreft: een cliënt 'behoorde' tot een bankiersdomein en het werd als 'onethisch' beschouwd wanneer een andere bank daartussen kwam.

De derde fusiegolf

De derde fusiegolf nam een aanloop in de jaren vijftig, maar brak pas door in de tweede helft van de jaren zestig. In 1969 waren er 6.107 fusies en overnemingen van meer dan een half miljoen dollar in alle sectoren van de economie, een verviervoudiging ten opzichte van het begin van de jaren zestig. In de jaren zeventig volgde een terugval tot een vrij constant niveau van rond 2.000 concentraties per jaar, historisch gezien niet weinig. En ook de erbij betrokken waarden (in prijzen van 1984 gerekend) daalden sterk, zoals tabel 1 laat zien. Opvallend is dat de grote fusies en overnemingen tussen 1968 en 1973 daalden en na 1975 weer toenamen, terwijl de kleine concentraties nog tot 1979 stagneerden. Deze derde fusiegolf was een diversificatie- en conglomeratiebeweging, deels omdat de antitrust-politiek horizontale en verticale aankopen van de zijde van de grote ondernemingen tegenging, en deels omdat de strategie veranderde. De grote concerns waren steeds meer in rijpe bedrijfstakken te vinden, en de daarin prevalerende, hoog geconcentreerde marktstructuren nodigden als het ware uit tot diversificatie en overzeese expansie maar bepaald niet tot onderlinge concurrentie⁸. Zo stegen de diversificatie- en conglomeratiefusies tot 89,7% van het totaal in 1969, vergeleken met het (vanuit Europees gezichtspunt nog respectabele) gemiddelde percentage van 52,2 in de jaren vijftig⁹.

Van de kant van de overnemers bestond vooral belangstelling voor kleine en middelgrote ondernemingen in geavanceerde sectoren, die een meer dan gemiddelde winstvoet behaalden en waarvoor premies op hun gangbare waarde betaald moesten worden. Het verst gingen daarbij de 'nieuwe' conglomeraten, zoals ITT, Gulf and Western, LTV, Litton, Teledyne en andere, die in 7 à 8 jaar tijd honderden ondernemingen overnamen (bij voorbeeld Teledyne 125 ondernemingen, Litton 79 en Gulf and Western 67 ondernemingen tussen 1961 en 1968), zodat in 1968 de waarde van hun activa voor soms 60 à 90% uit overnemingen bestond en zij opschoven in de rangorde van Fortune van bij voorbeeld de 355e plaats in 1960 naar de 22e in 1968 (LTV) of van de 275e plaats naar de 55e (Litton Industries). Het leek wel alsof de sleutel tot ongebreidelde vergroting van de onderneming gevonden was in de externe expansie: 'the bigger the better' luidde het devies dat vele, ook meer klassiek georiënteerde ondernemingen aansprak. De essentie van het spel was om tot een stijging van de koers-winstverhouding (p/e-ratio) te komen, waarna een voordelige concentratie door de hooggewaardeerde bieder kon volgen. De p/e-ratio van de overnemer werd opgevijseld door:

- de beeldvorming als zouden de nieuwe conglomeraten vooral in technisch geavanceerde sectoren, waaronder

7. Blair, op. cit., blz. 267.

8. H.W. de Jong, Theory and evidence concerning mergers, in: A.P. Jacquemin and H.W. de Jong, *Markets, corporate behaviour and the state*, Den Haag, 1976, blz. 122.

9. Fed. Trade Commission, Bureau of Economics, *Mergers and acquisitions*, Washington D.C., 1979, blz. 109, tabel 19.

Tabel 2. Concentraties ter waarde van meer dan \$ 1 mrd.

	Aantal	Totale waarde ^a
1969	1	1,0
1970	1	1,4
1975	1	1,9
1976	2	2,9
1978	1	1,0
1979	3	6,2
1980	4	8,8
1981	12	38,5
1982	6	11,0
1983	11	18,6
1984	18	58,1
1985	36	92,7
1986	38	86,7 ^b

a. Voorlopig cijfer

b. In miljarden dollars, lopende prijzen. Bronnen: F.T.C. Mergers and acquisitions, 1979, Tabel 19.

W.T.Grimm, Mergerstat Review, 1985, *Business Week*, 24 november 1986.

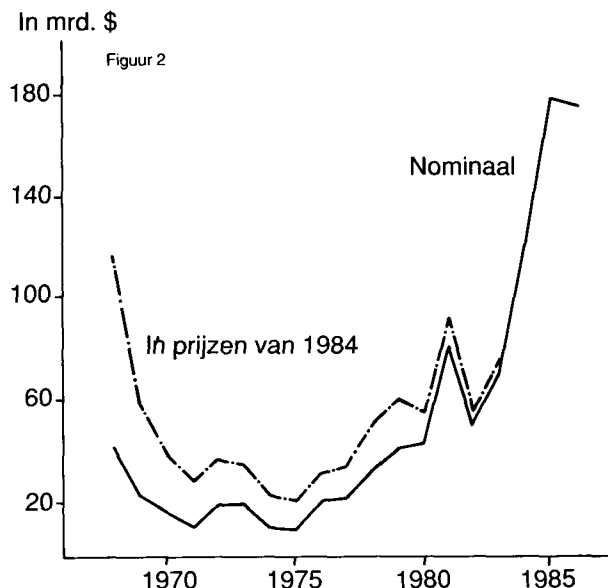
die van de defensie-opdrachten werkzaam zijn, en door de systeembenadering van het zakendoen een nieuwe formule gevonden hebben. Hun imago van progressiviteit dreef de koersen tot grote hoogten op tot eind 1968 (p/e-ratio's in 1968: Litton 45, Teledyne 42, Gulf & Western 25);

- dit werd versterkt door kwestieuze boekhoudpraktijken, zoals 'interest pooling' (waarbij slechts de boekwaarde van de overgenomen onderneming werd toegevoegd), overneming van een onderneming en afboeking van het verschil van de overnemingprijs/boekwaarde tegen de goodwill van de overnemer, het toepassen van 'leverage' dat wil zeggen financiering van de overneming door preferente aandelen of vastrentende schulden, waardoor wel het totale inkomen toenam, maar niet het aandelenkapitaal waarover dividend betaald moest worden; afschrijving over langere termijnen, herwaardering van voorraaden en een verminderde R&D-rekening bevorderden eveneens het 'winstmakers'beeld¹⁰.

Een en ander leidde tot gunstige koers-winstverhoudingen voor de overnemende conglomeraten, gebaseerd op stijgende winst per aandeel. Die hogere winst per aandeel kon ontstaan, zowel uit betere prestaties, als uit vermindering of gelijk blijven van de uitstaande aandelen der overnemende onderneming; dit laatste door betaling van de overgenomen onderneming in contanten, obligaties, of eigen aandelen en opvoering van de overgenomen onderneming tegen boekwaarde. De overnemer boekt dan wel de winst van de overgenomen, maar niet zijn activa tegen de marktwaarde. In tijden van inflatie, stijgende beurskoersen en wanneer de overheid aftrek toestaat van de kosten van geleend geld, loopt dat spel goed en kan men de 'goodwill' betaald in een hoge overnemingprijs voor eigen aandeelhouders verdonkeremanen. Die 'goodwill' zou eigenlijk op het moment van concentratie afgetrokken moeten worden van het bezit van de aandeelhouders van de overnemende onderneming.

De cruciale vraag werd al aan het eind van de jaren zestig door dr. Rosenberg, president van Tyco Laboratories gesteld: "The conglomerate movement has created market value, now, can it create economic value?" In de jaren zeventig bleek dat dit niet het geval was. Met de economische stagnatie groeide de concurrentie, mede vanwege de overcapaciteit, en de eertijds voordelige brede spreiding werd nu een nadeel. Een brede spreiding van activiteiten is nuttig wanneer de meerderheid van die activiteiten modern is en groeit; is de meerderheid gesitueerd in slecht lopende bedrijfstakken, dan is de spreiding alleen maar na-

Figuur 2. Amerikaanse concentraties, 1968-1986



delig. Toen de beurs na 1969 instortte en de crisis inzette, bleken de conglomeraten en de te ver gediversificeerde ondernemingen er niet tegen bestand. De opgekochte verouderde ondernemingen werden een molensteen om de hals van de overnemers. De conglomeraten dolven hun eigen graf, en bereidden daarmee de weg voor de vierde concentratiegolf van de jaren tachtig.

De vierde fusiegolf

Intussen is sinds een aantal jaren de concentratiebeweging hernieuwd aan de gang. Over aantal en waarde van de erbij betrokken transacties geven figuur 2 en de tabelten uitsluitel.

Het blijkt dat, naar aantal gemeten, het jaar 1980 een dieptepunt was, terwijl het zeer grote aantal transacties van de jaren 1968 - 1972 (in ieder jaar meer dan 4.000, zie tabel 1) in de tweede fusie- en overnemingsgolf niet gehaald werd. Naar waarde gemeten - en uitgedrukt in constante prijzen van 1984 - blijkt de fusie-activiteit in de jaren 1984, 1985 en 1986 evenwel de hectische beweging van 1968 (\$ 116,4 mrd. in dollars van 1984) belangrijk te overtreffen. Een en ander wijst erop dat de gemiddelde waarde per transactie hoog is. Vergelijk: in 1968 \$ 28,8 mln.; in 1971 \$ 7,4 mln., in 1985 en 1986 meer dan \$ 50 mln. Aan de orde zijn in de jaren tachtig dus vooral de zeer grote concentraties, ook wel genoemd de mega-mergers¹¹. Tabel 2 geeft daarover informatie, door de miljardentransacties te vermelden. Uiteraard geven de nominale bedragen van tabel 2 een niet geheel betrouwbare vergelijking, maar wel een indruk van de uitzonderlijke omvang van mega-concentraties der jaren tachtig¹². Andere kenmerken van de huidige concentratiebeweging zijn:

10. Deze praktijken en de discussies erover zijn helder beschreven in: *Fortune*, The conglomerate commotion, New York, 1970; zie vooral het hoofdstuk The merger movement rides high, een herdruk van het artikel in *Fortune*, februari 1969.

11. K.M. Davidson, *Megamergers. Corporate America's billion dollar takeovers*, Cambridge (Mass.), 1985.

12. Enkele van de grootste overnames waren Du Pont-Conoco ten bedrage van \$ 8,0 miljard (1981), Chevron-Gulf (\$ 13,2 miljard, 1984), Texaco-Getty Oil (\$ 10,1 miljard, 1984), U.S. Steel-Marathon Oil (\$ 6,6 miljard, 1982), General Electric-RCA Corp (\$ 6,4 miljard, 1985).

- een groot deel van de concentraties is , in tegenstelling tot die in de derde golf, horizontaal gericht, dat wil zeggen tussen mededingers of nauw verwante ondernemingen;
- de toegenomen rol van individuele ondernemers, zowel onder de aanvallers – die tegenwoordig 'raiders' heten – als van de zijde van zich verzelfstandigende managers in de zogenaamde management buy-outs. Deze laatste zijn sinds het begin van de jaren tachtig eveneens spectaculair in aantal gestegen en betreffen thans vele zaken ter waarde van miljarden dollars per jaar;
- samenhangend daarmee zijn de 'going private' transacties sterk toegenomen, in 1984 alleen al \$ 11 mrd. Deze transacties worden evenals de management buy-outs, vooral gemotiveerd door de vrees voor overneming door andere ondernemingen. Door de onderneming op te kopen en de aandelen van de beurs weg te halen en/of de ondernemingsvorm te veranderen in een besloten vennootschap kan de leiding en/of een of enkele eigenaren het zelfstandig voortbestaan veilig stellen;
- er spelen – gelijk in vroeger jaren – thans weer de dreigingen van 'hostile takeovers' of 'contested mergers' die weliswaar slechts 10 à 20% van het totaal der transacties uitmaken (evenals in de jaren zeventig), maar vaak grote biedingen betreffen, spectaculair zijn en schrik aanjagen;
- in deze vierde fusiegolf wordt uitgebreid gefinancierd met zogenaamde 'junk bonds'. Dit zijn niet-geklasseerde financieringsinstrumenten die hoog rentend zijn, hoge commissiepercentages (3% als regel) opleveren, in geval van liquidatie van de onderneming nauwelijks rechten hebben en waarvan de uitstaande omvang, volgens schattingen is aangegroeid tot \$ 120 à \$ 130 mrd. Van de totale uitgifte van ondernemingsobligaties in 1986 van \$161 mrd., was \$ 33 mrd. ongeklasseerd, dat wil zeggen 'junk'. Dat was een verdubbeling ten opzichte van 1985.

Verklaring

Hoe is de vierde fusiegolf te verklaren? Er worden verschillende redenen aangevoerd en door bijna iedere verklaring klinkt wel een plausibele toon. Voorbeelden ter ondersteuning laten zich altijd wel vinden, maar generalisatie daarvan is gevaarlijk. Zo zijn er genoeg gevallen van ondernemingen die met goed gevulde kas op overneming uit zijn, maar, zoals Davidson terecht stelt, is een verdere voorwaarde het gebrek aan zinvolle investeringen in eigen huis. Veel fusies komen ook tot stand door aandelenruil, en – in het bijzonder in de vierde golf, met name bij 'leveraged buy-outs' – met geleend geld. De investeringsbankier die, in velerlei vorm thans weer, net als in de beide eerste fusiegolven, belangrijk is, kan wel een katalyserende functie vervullen, maar is geen oorzaak, hij blijft bemiddelaar. Bovendien is het moeilijk om, als men de bankiers een oorzakelijke rol wil laten spelen, de grote verschillen in concentratie-activiteit per bedrijfstak te verklaren.

Verband met de effectenkoers is er ook steeds geweest, waarbij de fusie/overnemingsactiviteit veelal aan de koersbeweging voorafging. Of dit betekent dat de concentratie-activiteit de beursopleving sinds het begin der jaren tachtig veroorzaakte, in plaats van andersom, is niet zeker. Er worden in de huidige golf per saldo noteringen aan de beurs onttrokken, en vele aangekondigde overnemingen respectievelijk opsplitsingen werden met koersstijgingen beantwoord. Maar psychosen waren er ook in vroeger jaren, en een zo lang aanhoudende overnemingbeweging behoeft een steviger fundament. Rente- en grondstoffenprijzdalingen kunnen een bijdrage hebben geleverd aan de

stijging van de beurskoersen, maar de fusiebeweging was – zoals de cijfers van de tabellen laten zien – al voor 1981/82 in een hogere versnelling geraakt, en deze algemene factoren vallen ook moeilijk te rijmen met de sterk sectoraal gelokaliseerde activiteit. Bovendien werden de meeste olie- en gasfusies (sector nr. 1 in de jaren 1974-1984, met meer dan 26% van de totale waarde aan overgedragen activa) juist ondernomen omdat eerst de verwachtig leefde dat de oliesector zou gaan stagneren, later dat olie steeds duurder zou worden, en na de prijsdaling, dat oliefondsen aan de beurs goedkoop waren. De eerste verwachting stimuleerde een omvangrijk diversificatieproces (vele olie-ondernemingen kochten kolonmijnbouwondernemingen, uraniummijnen en -verwerkingscapaciteit, maar ook non-ferro-metaalbedrijven, en ondernemingen in de gezondheidszorg, verzekeringen, elektromotoren, medische apparatuur enz.). Zij hadden gewoon teveel geld: tussen 1979 en 1983 staken de olie-ondernemingen \$ 40 mrd., en in de eerste zes maanden van 1984 alleen al \$ 35 mrd. in fusies/overnemingen. Toen de verwachting ging leven dat olie steeds duurder zou worden, begonnen 'outsiders' (US Steel, Du Pont enz.) zich in de olie-industrie tegen forse bedragen in te kopen, en met de problemen die na 1984 aan het licht kwamen (overcapaciteit, tegenvalende vraag), werd het voor olie-ondernemingen zonder omvangrijke reserves voordelig reserves op te kopen via de beurs: 'to search on Wall Street'. Om het beeld te completeren ondstonen er nog enige megamerger-gevechten tussen olie-ondernemingen.

In de tweede sector waar de concentraties een grote rol speelden – de financiële dienstverlening, te weten banken, verzekeringen, financiële diensten enz., en goed voor bijna 15% van alle transacties tussen 1979 en 1984 – is een geheel ander beeld te zien. Daar vonden de fusies/overnemingen plaats in een vriendschappelijker sfeer, praktisch geheel door ruil van aandelen, en gericht op specifieke operationele doeleinden. Een streven naar nationale status (in plaats van slechts deelstaatactiviteit) en naar verbreding van activiteiten ('alles onder een dak'), zowel als de toetreding van outsiders (Sears, American Express, Prudential, Merrill Lynch enz.) tot voorheen vreemde deelmarkten van de financiële dienstverlening in de race om het eerste 'nationwide, comprehensive financial institution' te scheppen, brachten vele fusies/overnemingen met zich mee. De beide belangrijkste sectoren in de 'merger game', olie en financiële dienstverlening, vertonen dus een uiteenlopend patroon ter verklaring. Enerzijds vrees voor stagnatie en slechte ervaringen met het diversificatiestreven, anderzijds fusies als passend in een expansie-activiteit die duidelijk verbredend gericht is. Een en ander onderstreept mijn lang gehuldigde stelling dat 'concentratieverschijnselen zich afspeelen tegen de achtergrond van de ontwikkelingen in een bedrijfstak of sub-bedrijfstak'¹³. Verklaringen die vastknopen aan algemene factoren (aandelenkoersen, overtollige liquiditeiten van grote ondernemingen in het algemeen, managersdoelstellingen gericht op groei in plaats van winst, machtsstreven enz.) blijken keer op keer slechts partiële waarde te hebben.

H.W. De Jong

13. *Dynamische concentratietheorie*, Leiden, 1972, blz. 63.