

# De concentratiebeweging: verklaring en resultaat

In twee voorgaande artikelen zijn enkele hoofdlijnen van de concentratiebeweging in de Amerikaanse en in de Europese economie geschetst. De vraag is nu welke conclusies daaraan te verbinden zijn. In dit artikel wordt getracht de ontwikkelingen te evalueren. Hoewel iedere fusie- en overnamegolf historisch uniek is, kunnen op basis van de theorie en de empirie wel enkele algemene conclusies worden getrokken.

PROF. DR. H.W. DE JONG\*

## Welke norm?

In de beide voorgaande artikelen hebben wij enkele hoofdlijnen van de historische ontwikkeling laten zien. Daaruit bleek in de eerste plaats dat iedere fusie/overnamegolf een uniek, historisch bepaald verschijnsel is. In de tweede plaats bleek dat excessen zich voordoen en verkeerde richtingen worden ingeslagen, die later geheel of ten dele ongedaan gemaakt worden. Dat roept de vraag naar algemene beoordeling op. Welke norm of welk criterium geldt daarbij?

Evenals nieuwe producten en productieprocessen, kunnen nieuwe organisatievormen zich in markten die door concurrentie getekend worden, slechts vestigen en uitbreiden indien zij beter zijn dan het bestaande. De vernieuwing moet meerwaarde scheppen.

Men kan het ook anders formuleren: een fusie/overname moet, wil zij goed zijn, economische synergie opleveren, gebaseerd op het principe dat het geheel meer is dan de som der delen. Dat meerdere is de surpluswaarde die door middel van de fusie/overname wordt gegenereerd en in de inkoop- en afzetmarkten kan worden waargemaakt. Dus: kostenverlagingen, een betere organisatie, nieuwe producten, een doeltreffender distributiesysteem enz. Dat een combinatie een betere beurspositie tot stand brengt, is hoogstens een tijdelijk voordeel, maar moet op den duur ondersteund worden door een onderliggende (statische of dynamische) efficiency-verbetering. Een samenvoeging waarbij het geheel minder is dan de som der delen is een mislukking, en dat zal vroeger of later ook blijken, wanneer de concurrentie kans ziet toe te slaan. Beurswaarde en economische waarde corresponderen dan niet langer; de laatste is evenwel doorslaggevend<sup>1</sup>.

## De zichtbare hand van de managers ...

Bezie vanuit dit principe nog eens wat in de opeenvolgende fusiegolven gebeurde. In de eerste monopoliseringsgolf moest de meerwaarde komen uit de dominante marktposities van de leiders, gebouwd op de massale aandelenuitgifte ('stock watering') met het doel de andere bedrijfstakondernemingen (duur) uit te kopen. Deze opzet reflecteert een speculatie: inverdieneffecten moesten de verhoopte afluop waarmaken. Toen echter de concurrentie na de recessie van 1907-1908 de kop opstak, en vooral toen na de eerste wereldoorlog vele tweede en derde

grote ondernemingen werden gevormd, ging de meerwaarde verloren.

Toenemende rivaliteit ondermijnde de monopolies die in de eerste fusiegolf waren gevormd. US Steel ('The inert, sprawling giant') werd beconcurrereerd door Bethlehem Steel en andere opkomende staalconcerns; American Can zag zijn marktaandeel in de blik-emballagesector van meer dan 90% dalen tot minder dan 40% door de opkomst van Continental Can en kleinere mededingers. Zo verging het ook Standard Oil of New Jersey, RCA Corp. en vele andere dominante ondernemingen. Soms - bij voorbeeld in 1911 - hielp de antitrust-politiek daarbij een handje door de opsplitsing van de monopolie-ondernemingen te gelasten.

De uit deze ontwikkelingen ontstane, nauw-oligopolistische marktstructuren kregen de wind mee toen de recessie van de jaren dertig overwonnen was. In de jaren veertig, vijftig en zestig konden zij voortbestaan en floreren dank zij de tweede wereldoorlog en de nasleep ervan: de technische suprematie van de Verenigde Staten, het leveringspotentieel aldaar in vergelijking met Europa en Japan, de relatief hoge handelsbarrières en de kapitaalovervloed in de Verenigde Staten, die de multinationale penetratie in West-Europa na de vorming van de EG mogelijk maakten, waren alle factoren die de bestending van de nauw-oligopolistische marktstructuren begunstigden.

Ogenscheinlijk waren deze duo-, trio-, en andere nauw-oligopolie-ondernemingen sterk en beheersten zij de markten. Theoretisch werd dat weerspiegeld in de vigerende Amerikaanse literatuur, die - zoals Galbraith - de nadruk legde op het vermogen van de 'technostructuur' in de dominante ondernemingen om hun markten alsmede de ruimere omgeving te manipuleren<sup>2</sup>; of - zoals bij J.S. Bain - wees op de entreebarrières, samengesteld uit schaalvoordelen, produktifferentiatie en absolute kostenvoordelen, die de dominante ondernemingen in staat stellen hoge winstmarges te behalen<sup>3</sup>.

Politiek gesproken inspireerden de nauwe oligopolies vrees - met name in Europa en Japan. 'De Amerikaanse uitdaging' werd vertaald als de eis tot grotere concentratie

\* Hoogleraar externe organisatie aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Universiteit van Amsterdam.

1. Dit is, ongeacht welke fusiegolf ook, de (bedrijfs)economische norm die aan fusies/overnames moet worden gesteld: zie mijn *Ondernemingsconcentratie*, Leiden, 1971, onder andere blz. 175 e.v. en 180 e.v.

2. J.K. Galbraith, *The new industrial state*, Londen, 1967.

3. J.S. Bain, *Industrial organization*, New York, 1868, 2e druk.

in Europa zodat nationale monopolies en duopolies ontstonden. Japan sloot zich af voor de penetratie van de Amerikaanse giganten. Zelf leden de oligopolisten aan hoogmoed: begrijpelijk als het zo voor de wind gaat en als iedereen – tot en met theoretische economen – je met ontzag benadert.

De Amerikaanse oligopolie-ondernemingen cultiveerden daarom het diversificatiestreven. 'Big business' meende dat het zo ongeveer alles kon. Met name meenden de managers dat het leiden van ondernemingen niet impliceerde dat men verstand had van produkten, produktiewijzen en markten. Nog in 1977 beweerde Chandler dat de managers in de ondernemingshiërarchie, getraind als zij waren in uiteenlopende soorten economische activiteiten, beter de productie en distributie van nieuwe produkten in nieuwe markten aankonden dan de leiders van in slechts één functie gespecialiseerde ondernemingen<sup>4</sup>. En verder zou, aldus Chandler, de gediversificeerde onderneming door het bestaan van multiple onewentwichtigheden in de functies gedreven worden tot voortgaande groei – de theorie die Edith Penrose in de jaren vijftig formuleerde toen de afzet van produkten zelden een probleem was<sup>5</sup>.

De bestuurlijke coördinatie van de grote gediversificeerde onderneming door de managers-klasse, door Chandler zo geprezen en aangewezen als het kenmerk van de ontwikkeling van het bedrijfsleven in de twintigste eeuw – een 'zichtbare hand' in de plaats van de 'onzichtbare hand' – moeten wij nu, tien jaar later, de maat nemen. Juist omdat Chandler (en eerder Galbraith) de economen verweten had geen oog te hebben voor deze, allerbelangrijkste taak van de bestuurlijke coördinatie door managers<sup>6</sup>, die de Verenigde Staten het 'seedbed of managerial capitalism' zou hebben gemaakt.

Chandlers managers zijn geen ondernemers; daarover laat hij geen misverstand bestaan. Ook kunnen de kapitaalmarkten de groei van het grote concern niet verklaren, zegt hij. De ironie van de geschiedenis van de laatste tien jaren is evenwel dat juist het ver gediversificeerde en geconglomereerde concern, geleid door managers, forse slagen heeft gekregen.

### ... en de revanche van de markt

In opkomst waren daarentegen juist de 'entrepreneurs', dat wil zeggen degenen die op de gebieden van technische vernieuwing en innovaties in de dienstverlening, financiële instrumenten en organisatievormen naar voren kwamen. Zij werden gesecondeerd door wat ik zal noemen de investeringsbankiers: een groep die behalve de als zodanig bekendstaande 'investment bankers' of 'merchant bankers', ook de betreffende afdelingen van meer traditionele banken, de venture capital funds, en dergelijke omvat. Deze bankiers hebben gemeend dat zij gedurende kortere of langere tijd deelnemen in het vermogen van ondernemingen en dat zij een actieve rol spelen in de strategiebepaling van hun cliënten (waaronder fusies/overnames).

Sinds Galbraith, Marris en Chandler schreven, is het managersconcern evenwel op zijn retour. De ondernemingen die het langst bij deze formule blijven, ondergaan de negatieve weerslag ervan. De Amerikaanse economische pers heeft de mislagen, stagnatie, teruggang en uitverkoop bij de managerconcerns uitvoerig gedocumenteerd. Te denken valt aan General Motors' mislukte plan van \$ 40 miljard(!) van 1979<sup>7</sup> en ITT's ontmanteling<sup>8</sup>, gevolgd door die van de andere conglomeraten, maar ook aan de vele mislukkingen bij de diversificatie van topconcerns als General Mills, Exxon, Ph. Morris, Coca-Cola, Mobil Oil, Standard Oil, Atlantic Richfield, Schlumberger, Beatrice Foods, en dergelijke<sup>9</sup>. Maar aan de huidige afsplitsingsbeweging – afsplitsingen van ondernemingsdelen ('divestitures') en overdracht/verkoop daarvan aan andere ondernemingen zijn eveneens in de fusiestatistiek begrepen – was in de jaren zeventig reeds een veel omvangrijker ontbinding van

ten onrechte geconcentreerde ondernemingen voorafgegaan.

Tussen 1970 en 1976 was het gemiddelde aantal afsplitsingen per jaar zeer hoog: bijna 1.500, met een top van 2.000 'divestitures' in 1971. Dat was ruim 40% van het totaal aantal transacties, zodat toen het aantal ontbindingen dat van de fusies evenaarde. In de tweede helft van de jaren zeventig daalde het aantal tot beneden 1.000. In 1980 werd het dieptepunt van 666 bereikt. Ook naar bedragen gemeten (\$ 16,7 miljard in 1971) vormden de afsplitsingen toen meer dan de helft van de transacties. Het komt erop neer dat in de jaren zeventig en in het begin van de jaren tachtig de diversificatie- en conglomeratiegolf van de jaren zestig goeddeels ongedaan gemaakt is. Zomin als het monopoliseringsstreven van de eerste fusiegolf, is het diversificatie-fenomeen van de derde golf bestand gebleken tegen de veranderingen die in de markteconomie onvermijdelijk volgen. Bij vele deze concentraties kwam geen meerwaarde tot stand, maar werden slechts kolossen op lemen voeten gevormd.

### Ondernemers versus managers

Uit de tabel blijkt dat de fusie/overnamebeweging van de laatste dertig jaar het aandeel van de grootste ondernemingen in de economie niet meer vergroten, zoals bij de eerste golven, maar de achteruitgang van de algemene concentratiegraad slechts ten dele compenseren. Gemeten op basis van het aandeel van de 100 respectievelijk 200 grootste Amerikaanse ondernemingen was in de eerste zestig jaren van deze eeuw nog sprake van een stijging, dat wil zeggen een relatieve groei van 'big business'. Sinds 1963 is daarvan voor de 100 grootste vennootschappen geen sprake meer en dat geldt (vermoedelijk) al sinds de tweede wereldoorlog ook voor de 200 grootste ondernemingen. Ook wat de concentratiegraad in Europa betreft geldt dat, afgezien van de door de olieprijsstijging geïnduceerde tijdelijke toeneming, het aandeel van de 100 grootste Europese concerns sinds 1973 niet meer gestegen is. De zeer sterke overname-activiteit van de grote concerns zowel in de jaren zestig als sinds 1975, heeft deze stagnatie niet verhinderd. Dit geldt voor de activa, als representatieve variabele voor het kapitaal.

Het geldt in sterke mate eveneens voor de werkgelegenheid. In de jaren zeventig kwamen in de VS twee van de drie nieuwe banen in het kleine bedrijfsleven tot stand. In 1977, vlak voor de mega-fusiegolf, beliep de werkgelegenheid bij de 500 grootste ondernemingen (als vermeld door Fortune) ruim 15 mln. werknemers/arbeidsjaren op een totaal in de gehele Amerikaanse economie van 101 miljoen. In 1984 was dit aandeel gezakt tot 14 miljoen, terwijl de totale werkgelegenheid gegroeid was tot 112 miljoen. De vierde kolom geeft weer dat ondanks de herhaalde fusiegolven het aantal ondernemingen in de Amerikaanse economie steeg; vooral de toeneming in de jaren zeventig en daarna was groot. Diverse auteurs beredeneren dat deze trend zich voortzet: de innoverende, nieuwe ondernemingen groeien dermate snel dank zij de toepassing van nieu-

4. A.D. Chandler, *The visible hand. The managerial revolution in American business*, Cambridge (Mass.), 1977, blz. 489.

5. E.T. Penrose, *The theory of the growth of the firm*, New York, 1959.

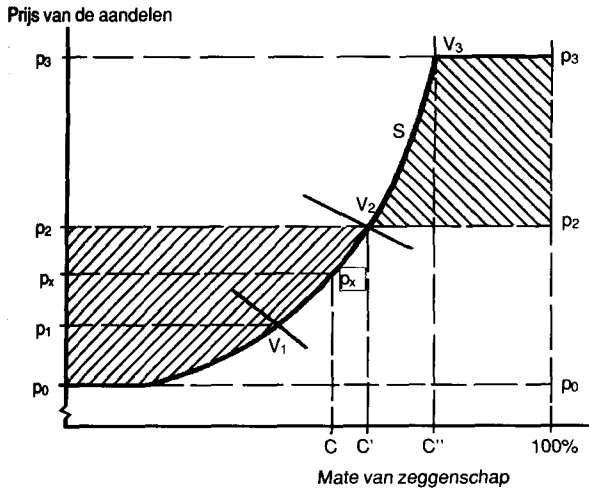
6. Chandler, op. cit., blz. 490, waar hij beweert – maar niet waarmaakt – dat het befaamde, onverklaarde residu dat de economische groei oplevert boven de toeneming van de arbeids- en kapitaalinzet, aan de coördinatie van de managers moet worden toegeschreven.

7. *Business Week*, 16 maart 1979, General Motors: what went wrong?

8. *Business Week*, 1 juli 1985: Splitting up. ITT had een koers/winstverhouding van meer dan 20 in 1968; in 1980 niet meer dan 5 en in 1985 ternauwernood negen – een stijging als gevolg van de verwachting dat het concern opgebroken zou worden.

9. *Business Week*, 3 juni 1985: Do mergers really work?

**Figuur 1. Vraag naar en aanbod van onderneming X**



1. het bod gelegen tussen  $p_1$  en  $p_2$ , wordt geaccepteerd door aandeelhouders X en (nog) vanaf  $C$  heeft Y de zeggenschap over X. Weet Y vervolgens onderneming X te reorganiseren of te herstructureren, zodat deze meer oplevert (waarde aandelen X alsdan bij voorbeeld  $p_2$ ) dan onder de leiding van het oude bestuur, dan heeft iedereen voordeel. Aandeelhouders X realiseren een extra waarde ten bedrage van het verschil waarmee de oplopende aanbodcurveprijs tot  $p_x$  de prijs ter hoogte van  $p_0$  overtreft, maal de relevante proportie aandelen; aandeelhouders Y kopen aandelen van onderneming X tegen prijs  $p_x$  (of lager, links van  $C$ ), maar realiseren – na herstructurering – een prijsverschil  $p_2 - p_0 p_x$  over het gehele aandelenbezit; ondernemer Y leidt nu een efficiënter concern bestaande uit  $Y + X$ ; de combinatie is meer waard dan de som der delen;
2. het bod wordt *niet* geaccepteerd door voldoende aandeelhouders om zeggenschap te verkrijgen, of er treedt een rivaliserende bieder Z op. Y krijgt pas zeggenschap bij prijs  $p_2$  en proportie  $C'$  van de aandelen van X. Het voordeel voor bieder Y is dan minder: de te realiseren meerwaarde (het gehele blok  $p_2 p_2 - p_0 p_0$ ) van de combinatie ( $Y+X$ ) valt onder de curve  $S$  aan de aandeelhouders van X toe, en boven deze curve aan de aandeelhouders Y. Nog steeds geldt dat de combinatie ( $Y+X$ ) meer is dan de som der delen en economische waarde schept;
3. als zodanig om X gestreden dat de overnameprijs waarbij zeggenschap  $C''$  bereikt wordt,  $p_3$  is, ontstaat een reëel verlies voor de combinatie ( $Y+X$ ), namelijk het gearceerde blok  $p_2 V_2 V_3 p_3$ , dat uitbetaald moet worden aan aandeelhouders X, maar dat in mindering komt van de meerwaarde van het horizontaal gestreepte blok  $p_0 V_1 V_2 p_2$  dat aan onderneming Y en zijn aandeelhouders zou toevallen. Of de concentratie van Y en X nu een succes wordt, hangt er van af of  $p_2 V_2 V_3 p_3 > p_0 V_1 V_2 p_2$ , of dat het omgekeerde geldt. In het eerste geval hebben aandeelhouders X alle voordelen en wordt de combinatie ( $Y+X$ ) zelfs opgezadeld met een last die de voordelen van de herstructurering te boven gaat.

Uit deze beschouwing volgt een aantal deducties:

- hoe hoger de overnameprijs, hoe groter de loyaliteit van aandeelhouders X voor hun onderneming, en hoe geringer de efficiency-voordelen van combinatie ( $Y+X$ ), des te eerder is een concentratie een mislukking;
- hoe meer aandelen men 'stillekens' kan opkopen, des te groter het voordeel voor de bieder;
- hoe geringer het zeggenschapspercentage (hoe verder C naar links ligt), des te voordeliger kan de concentratie door een overnamebod geëffectueerd worden;

- concentraties die geen economische waarde opleveren, maar wel de marktwaarde (door oplopende beurskoersen) verhogen, zijn nadelig; zij hollen het concern ( $Y+X$ ) uit, omdat aandeelhouders Y aan aandeelhouders X betalen voor iets dat er niet is. Deze transfersom (bij voorbeeld bij overnameprijs  $p_x$ : blok  $p_0 p_x$  onder de aanbodcurve en boven de lijn  $p_0$  gelegen) belast de onderneemingscombinatie, tenzij de aandelen van Y pari passu afgestempeld worden. Managers die zo'n onjuiste concentratie doorvoeren, trachten dat evenwel te vermijden.

Bovenstaande analyse geeft nu aanleiding tot twee conclusies. In de eerste plaats geldt dat stijgende beurskoersen bemiddelaars (promotors, finders, raiders) in de kaart spelen, maar ook overnemende ondernemingen, hun aandeelhouders en de aandeelhouders van de overgenomen ondernemingen. Des te groter de koersstijging is, des te twijfelachtiger evenwel wordt het succes van concentraties. Immers, besparingen, indien al door fusie/overname bereikt, zullen als regel belangrijk beneden de betaalde premies van 20-50% blijven. De hectische concentratie-activiteit die gepaard gaat met stijgende beurskoersen is derhalve oneconomisch, maar heeft vele belanghebbenden. De geringe economische waarde van vele concentraties blijkt ook uit de scherpe daling van deze activiteit na een beursval: juist dan worden op te kopen ondernemingen goedkoop.

De tweede conclusie is dat de correlatie tussen beurskoersen en fusie/overname-activiteit weliswaar overall aanwezig is, maar in de Angelsaksische landen een veel grotere kring ondernemingen betreft dan in de continentale Europese landen en vooral West-Duitsland. Een mogelijke verklaring voor dit verschil is dat in Duitsland en ook in andere continentale landen het zogenaamde managementskapitalisme veel minder betekend dan in de Angelsaksische landen. Gevolg daarvan is dat de C-verhouding in de figuur als regel veel hoger moet zijn, waardoor biedingen minder kansen maken.

Befamde voorbeelden zijn de interventies van de Deutsche Bank ten gunste van Hoechst ten tijde van het bod van de US Celanese Corp. op Süddeutsche Chemiefaserindustrie in de jaren zestig en een zelfde interventie waardoor de Britse General Electric belet werd AEG te kopen in 1983/1984. AEG ging uiteindelijk naar Daimler-Benz. In Duitsland zijn de zogenaamde managersconcerns binnen de groep van de 100 grootste ondernemingen dan ook in de minderheid; bijna even belangrijk zijn de familie-ondernemingen, terwijl de groep door banken en andere grote ondernemingen beheerste concerns driemaal zo sterk is. De beurs speelt in het concentratieproces daarom een ondergeschikte rol. In Nederland lijken de sterke beschermingsconstructies een rol te vervullen analoog aan die van de banken in Duitsland, maar de managersposities meer te beveiligen.

### Verklaringen voor concentratie

In het voorgaande hebben wij de herstructureringsbewegingen van het bedrijfsleven van de Verenigde Staten en Europa op drie niveaus gevolgd: macro, meso en micro.

Op het *macro-niveau* bleek zich als meest significante verschijnsel een golfbeweging voor te doen. In de afgelopen honderd jaar zijn er drie zulke concentratiegolven geweest. De gegevens wijzen uit dat wij ons thans in de vierde golf bevinden. In de Angelsaksische landen leek aanvankelijk een verband tussen de ontwikkeling van de beurskoersen en de fusie/overname-activiteit te bestaan. Nelson vond voor de periode 1895 – 1956 een correlatiecoëfficiënt van 0,47<sup>16</sup>. Scherer, verwijzend naar een late-

16. R.L. Nelson, *Merger movements in American industry, 1895 – 1956*, Princeton, 1959.

re studie van Steiner en Beckenstein, die lieten zien dat deze samenhang in de jaren zeventig was verdwenen, betwijfelt deze verklaring echter<sup>17</sup>. En, zelfs aangenomen dat een dergelijk verband zou bestaan, is de causaliteit allerminst duidelijk: stimuleren stijgende beurskoersen nu de fusies/overnames of doet deze activiteit de beurskoersen oplopen? Ook het feit dat continentale Europese landen aan de concentratiebewegingen in heden en verleden evenzeer hebben deelgenomen, terwijl de beurswaarde van de genoteerde aandelen in procenten aan het bruto nationale produkt aanzienlijk lager is dan in de Angelsaksische landen, doet ons de verklaring vanuit de beursontwikkeling verwerpen<sup>18</sup>.

Hetzelfde geldt voor de verklaring vanuit macro-economische grootheden, zoals de groei van het bnp, veranderingen in de rentevoet of de conjunctuurontwikkeling. Macro-economische invloeden zouden met name de noemer van de zogenaamde q-ratio bepalen, de marktwaarde van de onderneming gedeeld door de vervangingswaarde van de materiële activa. Deze ratio was in de Verenigde Staten sinds 1967 kleiner dan één, verbleef in de jaren 1973 – 1980 (dalend) tussen 0,87 en 0,57 en steeg in de jaren tachtig weer tot 0,85 (1986). Ook in Nederland bestond een dergelijke discrepantie, die in 1980 – 1981 een dieptepunt bereikte (voor internationals 0,61, voor de overige fondsen zelfs circa 0,40) en daarna steeg. Maar ten eerste geldt ook hier dat de Nederlands/Duitse fusie/overname-activiteit geen verband hield met deze q-ratio (zie de trendmatige stijging in de betreffende figuren van het artikel over de Europese beweging). Voorts is de vervangingswaarde van de materiële activa van een onderneming (inderdaad onderhevig aan inflatie en recessie) geen adequate maatstaf voor de economische waarde van een onderneming. Die waarde wordt eerder bepaald door de gekapitaliseerde waarde van de toekomstige winsten. En ten slotte stelde Beckett in een onderzoek voor de periode 1960 – 1985 vast dat macro-economische grootheden slechts 32% van de fluctuaties in de Amerikaanse concentratie-activiteit kunnen verklaren<sup>19</sup>. Hij suggereerde grote invloed van institutionele omstandigheden zoals het liberale anti-trustbeleid, interessante belastingvoordelen onder de Economic Recovery Tax Act (1981) en het Employee Stock Ownership Plan (ESOP) dat, ingevoerd in 1974, het Amerikaanse werknemers mogelijk maakt, door middel van de stichting van een ESOP-trust, met fiscale voordelen de onderneming te kopen. Het aantal ESOP-ondernemingen zou, in 1986 reeds tot 8.100 zijn opgelopen, met ruim 8 miljoen werknemers, terwijl vorig jaar geschat werd dat in 1990 meer dan 25% van de werknemers mede-eigenaar van de onderneming waarin zij werken, zal zijn<sup>20</sup>. Hoe interessant ook, dergelijke institutionele omstandigheden kunnen moeilijk geaccepteerd worden als verklaring van herhaalde, zich over verscheidene continenten verspreid voordoende concentratiebewegingen.

Een theorie inzake fusies/overnames/opsplitsingen dient niet alleen met het golf-karakter en de intercontinentale verspreiding rekening te houden, maar eveneens met het steeds weer gebleken, markante verschil van de ontwikkelingen op bedrijfstakniveau. Slechts enkele bedrijfstakken blijken gangmakers te zijn en een geprononceerd hoge activiteit te ontplooiën. Het *meso-niveau* stelt derhalve zijn specifieke eisen aan de verklaring.

Ten slotte zagen we bij de ontwikkelingen op het *micro-niveau*, het niveau van de individuele ondernemingen, belangrijke verschillen. Grote ondernemingen zijn zeer fusie-intensief, nemen veel kleine ondernemingen met een gemiddeld goede rentabiliteit over en betalen daarvoor hoge premies.

De enige algemene verklaring die met de verschijnselen op de drie genoemde niveaus rekening houdt, is de wissering in de (mondiale) concurrentie-intensiteit; deze noodzaak ondernemingen zich defensief of offensief op te stellen. Daarbij geldt als randvoorwaarde dat de economische vooruitzichten zodanig moeten zijn dat er voldoende ver-

trouwen in een toekomstige ondernemingsgroei overblijft. De laatste factor diskwalificeert abnormale situaties als oorlogsperiodes (1914 – 1918, 1940 – 1945) en diepe depressies (jaren dertig) en, zet een domper op de concentratie-activiteit of noopt tot afsplitsingen bij langer durende stagnatie (jaren zeventig). In- en deflatieperiodes zijn dus niet bevorderlijk voor concentratiebewegingen, terwijl daarentegen periodes van toenemende openheid van nationale economieën met verscherpte internationale concurrentie, druk op de prijzen, maar niettemin voortgezette economische groei noodzaken tot herstructureringen op grote schaal. De periode van 1895 – 1910, de jaren twintig en zestig en de periode na 1982/1983 beantwoorden aan dit beeld.

In elk van deze periodes was, ten eerste, het aandeel van de internationale handel in het bnp toenemend en hoog (12-18% in het gebied wat tegenwoordig de OESO heet); ten tweede was de prijsconcurrentie levendig tot scherp; ten derde bestond voldoende vertrouwen in de economische groei om grotere en kleinere overnames/fusies te wagen. Deze interpretatie stemt overeen met de sectorale concentratie-ontwikkelingen, want in snelgroeiende bedrijfstakken (computers 1950 – 1985, auto's de jaren vijftig en zestig, farmaceutische industrie in de jaren zestig en zeventig enz.) blijken geen of weinig herstructureringen voor te komen, terwijl de relatief of absoluut stagnerende sectoren (kolen, scheepsbouw, textiel, voedingsmiddelen, onderdelen van de chemie enz.) onderhevig aan grote internationale concurrentie daarvan een overmaat hadden.

De sectorale ontwikkelingen dienen overigens afzonderlijk geanalyseerd te worden omdat de relevante markt van geval tot geval verschilt, ook in de loop van de tijd. En daarbij kan ook op puur nationale markten de grotere concurrentie-intensiteit niet alleen marktconcentratie bewerkstelligen, maar ook fusies/overnames. Een voorbeeld is de Nederlandse markt voor dagbladen<sup>21</sup> en voor media in het algemeen<sup>22</sup>. Bepalende factoren zijn dan het marktaandeel, de schaalvergroting in productie en distributie en produkt-differentiatie.

## Resultaten

Een interessante vraag is die naar de uitkomsten van fusies/overnames. Ongelukkigerwijs is dit ook de moeilijkst te beantwoorden vraag. Stellige antwoorden zijn voorlopig niet te geven. Dat is niet zo verwonderlijk. De meting van succes of mislukking van gevormde combinaties is een te rein vol voetangels en klemmen.

Het onderwerp is van vele kanten benaderd. Vanzelfsprekend zijn er problemen met de maatstaven (rentabiliteit vermogen, winst/omzet of aandeelhoudersvoordeel?), de periode gedurende welke gemeten moet worden<sup>23</sup>, de afzondering van de fusie/overname-gevolgen van externe omstandigheden en van het effect van achtereenvolgende transacties door een zelfde onderneming. Vergelijkingen met andere ondernemingen die niet overnemen/fuseren

17. F.M. Scherer, *Industrial market structure and economic performance*, Chicago, 1980, blz. 119.

18. In Duitsland en Nederland (na eliminatie van het aandeel Kon. Olie) was deze relatie in 1980 slechts 10 à 11%, in Engeland 47% en in de Verenigde Staten 60%.

19. S. Beckett, *Corporate mergers and the business cycle*, Fed. Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, mei 1986, blz. 13 – 26.

20. C.M. Rosen and Quarry, *How well is employee-ownership working?*, in: *Harvard Business Review*, september/oktober 1987, blz. 126-130.

21. J.J. van Cuilenberg e.a., *Concentratie en persklimaat*, Amsterdam, 1988.

22. R.E.M. van den Brink, *Informatie over informatie*, Leiden/Antwerpen, 1987, derde deel.

23. Een korte periode zegt niet voldoende over de doorwerking van de fusie/overname op de nieuwe combinatie, een lange periode introduceert de gevolgen van externe ontwikkelingen.

(een zogenaamde controlegroep) is vaak twijfelachtig: er bestaan soms nauwelijks niet-fuserende ondernemingen (welk probleem voor een deel te ondervangen is door drempelwaarden in te bouwen die onderscheiden tussen meer en minder fusie- intensiteit), ondernemingen uit de controlegroep bestrijken andere marktsegmenten en wanneer de diversificatie- fusies/overnames van belang zijn (VS jaren zestig: 60-80%, Europa steeds: 20-40%) levert de afsplitsing en vergelijking met een relevante groep problemen op. Bij managementstudies wordt gevraagd naar het oordeel van de leiders van ondernemingen zelf en dan komt het in hoge mate aan op de kwaliteit van informanten en de auteur van de studie.

Het is in dit bestek ondoenlijk alle studies na te gaan, gesteld al dat men ze getraceerd zou hebben. Beperking tot enkele 'klassieke' (dat wil zeggen door de professie als goed aangemerkte studies) is noodzakelijk. Merkwaardig is echter dat deze studies tenderen naar een aanmerkelijk percentage 'mislukkingen' of 'niet de moeite waard', met daarnaast een behoorlijk aandeel van de wel geslaagde fusies/overnames.

De eerste en tweede golf zijn voor de Verenigde Staten gedocumenteerd door Livermore, Markham, Skeoch en Nelson<sup>24</sup>. Deze studies liepen alle op de bevinding uit dat 40 à 60% van de gevallen een succes inhield, een even groot percentage een mislukking (faillissement, drastische reorganisatie, verliezen, kapitaalafstempeling of langere tijd zonder dividendbetaling) en een 10 à 20% van de gevallen waar de uitkomst 'niet de moeite waard' was. Dit beeld correspondeert met de, in ons tweede artikel betreffende Engeland, gepresenteerde uitkomst van grote consolidaties tussen 1885 en 1910 (zie aldaar tabel 1).

De vele studies verricht naar de resultaten van de fusies/overnames uit de jaren zestig en zeventig, laten evenmin grootse resultaten zien. Singh<sup>25</sup> vond dat in een marginale meerderheid van de gevallen de relatieve winstgevendheid afnam na de transactie. Meeks<sup>26</sup> stelde vast dat deze daling typisch voortduurt gedurende verscheidene jaren. Utton<sup>27</sup> publiceerde in 1974 een overzicht waarvan de conclusie was dat "... companies heavily dependent on external expansion may, in a subsequent period of largely internal growth, pay the price of lower overall efficiency than companies whose long term growth is slower but whose internal efficiency can be sustained". Met name de conglomeraten en zeer weinig gespreide ondernemingen laten een grote mate van fluctuaties in de winstgevendheid gedurende een reeks van jaren zien. Die waarneming voert tot de conclusie dat een flinke hoeveelheid literatuur<sup>28</sup> die aangetoond had dat conglomeraten in de jaren zestig sneller groeiden en rendabeler waren (impliciet vanwege hun grote fusie/overname-activiteit), als eenzijdig kan worden bestempeld<sup>29</sup>.

Cowling<sup>31</sup> trachtte de interne efficiency-verbetering na de fusie/overname vast te stellen, daarbij een absolute zowel als een relatieve norm gebruikend, op basis van bedrijfstakonderzoek. Hij kwam tot vrij magere resultaten, vooral ten opzichte van de relatieve norm (vergelijking met niet-fuserende concurrenten).

Voegen wij aan deze Angelsaksische studies nog een Duitse bevinding toe: Möller<sup>32</sup> onderzocht in de periode 1967 tot en met 1981 honderd Duitse ondernemingen die een of meer fusies/overname tot stand brachten. Dit was een diepte-onderzoek, dat wil zeggen naast bestudering van de gegevens werden gesprekken met alle ondernemingen gevoerd en de bereikte resultaten werden gecontroleerd en doorgepraat met buitenstaanders. De bevindingen waren:

- hoe groter het verschil tussen de partners, des te eerder was sprake van een mislukking;
- horizontale concentraties waren in de meerderheid (72%): hoe meer de producten en markten van de betrokken ondernemingen overeenstemden, des te groter het resultaat;
- circa een derde van alle aankopen waren gelegenheds-

aankopen. Van de geplande overnames was de helft niet schriftelijk voorbereid. Strategisch voorbereide acquisities waren economisch en organisatorisch succesvoller dan de andere;

- marktstrategische redenen waren doorslaggevend bij de overnemers; financiële en persoonlijke redenen motiveerden overwegend verkopen. Financieel 'aangeslagen' ondernemingen opkopen bleek zeer risicovol;
- als richtlijn voor aankoop gold voor de overnemers de te bereiken toekomstige netto opbrengsten, hoewel mengvormen (opbrengst en waarde activa) voor 1975 ook voorkwamen;
- het overnameproces besloeg meestal tussen 6 en 12 maanden. Hoe langer deze duur hoe beter het resultaat;
- het gevolg van concentraties waren meestal ingrijpende organisatorische veranderingen bij de partners. Hoe sneller de reorganisatie en integratie, hoe beter het resultaat.

Deze bevindingen komen ongeveer overeen met een van de beste management-studies uit de jaren zeventig: Kitching vond uit een onderzoek bij 95 ondernemingen die 407 acquisities in Europa pleegden in de periode 1965 - 1970 dat slechts de helft succesvol mocht worden genoemd. Horizontale of gerelateerde fusies kwamen er beter af; synergie dient tot stand gebracht te worden, moet dan ook ten doel gesteld worden en mogelijk zijn<sup>33</sup>.

De algemene conclusie is dat de faalkans van fusies/overnames vrij groot is. Zij kan voor Europese verhoudingen op circa een derde worden gesteld. Daarnaast kan nog eens eenvijfde van de fusies/overnames als oninteressant gekwalificeerd worden. Voorts geldt hoe nauwer markt(beurs)waarde en economische waarde op elkaar aansluiten, hoe beter voorbereid, hoe dichter bij huis en marktgericht concentraties zijn, des te beter ook de uitkomsten zijn die van de concentratie verwacht mogen worden.

H.W. de Jong

24. S. Livermore, The success of industrial mergers, *Quarterly Journal of Economics*, 1935, blz. 84 e.v. J.W. Markham, Survey of the evidence and findings on mergers, in: *Business concentration and price policy*, Princeton, 1955. L.A. Skeoch, Problems and policies in Canadian manufacturing, NBER, *Canadian Studies*, nr. 7, blz. 41 e.v. Nelson, op. cit.

25. A. Singh, *Takeovers*, Cambridge, 1971. Idem, Take-overs, natural selection and the growth of the firm, *Economic Journal*, jg. 85, blz. 497-515.

26. G. Meeks, *Disappointing marriage: a study of the gains of merger*, Cambridge, 1977.

27. M.A. Utton, On measuring the effects of industrial mergers, *Scottish Journal of Political Economy*, jg. 21, blz. 13-28.

28. Onder andere J.F. Weston, K.V. Smith en R.E. Schrievers, Conglomerate performance using the capital asset pricing model, *Review of Economics and Statistics*, jg. 54, november 1972, blz. 357-363.

29. C.W.L. Hill, Conglomerate performance over the economic cycle, *The Journal of Industrial Economics*, jg. 32, december 1983, blz. 203-207. Mason en Goudzwaard beweerden in een artikel in 1976 dat aandeelhouders van conglomeraten ook in de jaren zestig beter hadden kunnen beleggen in een portefeuille toevallig geselecteerde aandelen dan in hun conglomeraat, ondanks de hogere beleggingskosten. Zie R.H. Mason en B.M. Goudzwaard, Performance of conglomerates: a portfolio approach, *Journal of Finance*, jg. 31, blz. 39-48.

30. M. Gort en T.F. Hogarty, New evidence on mergers, *Journal of Law and Economics*, jg. 13, blz. 167-184.

31. K. Cowling (red.), *Mergers and economic performance*, Cambridge, 1980, blz. 159-167.

32. W. Möller, *Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen*, München, 1983.

33. J. Kitching, Winning and losing with European acquisitions, *Harvard Business Review*, maart-april 1974.