

Fusies en overnames, 1983-1993

Het aantal fusies en overnames vertoont in de tijd een golvend patroon. Voor de periode 1983-1993 lag de top in 1990.

Dit artikel bevat de resultaten van een onderzoek naar concentratiebewegingen in de Nederlandse economie. Ook zijn trends en ontwikkelingen met betrekking tot fusies en overnames gesignaleerd. Als uitgangspunt voor onze studie is het onderzoek van Vogelzang en Dotsch gebruikt¹. Voor het actualiseren van de gegevens van Vogelzang en Dotsch is gebruik gemaakt van de concentratiebijlagen uit *Het Financieele Dagblad* vanaf 1983 tot en met het tweede kwartaal van 1993.

Naast het actualiseren en analyseren van de gegevens over fusies en overnames, is ook het verloop van het aantal en de soort joint ventures bestudeerd. Achtereenvolgens zal worden ingegaan op het beeld van fusies en overnames in het algemeen, op fusies en overnames binnen bedrijfstakken en op de ontwikkelingen naar strategische en geografische richting.

Begrippen

Een fusie is een situatie waarbij twee of meer ondernemingen daadwerkelijk zijn samengevoegd onder één bestuur dat de beslissingsbevoegdheid verkrijgt, die uitgeoefend wordt door middel van een zogenaamde houdstermaatschappij of op grond van een bindende overeenkomst.

Een overname betreft de situatie waarbij één onderneming een andere onderneming in bezit krijgt, doordat zij ten minste de helft van alle aandelen verwerft. Beide termen worden vaak verkeerd gebruikt. Dikwijls wordt voor een feitelijke overname de term fusie gebezigd. Een verklaring voor deze begripsverwarring kan zijn dat men om psychologische redenen de (zwakkere) overnamekandidaat wil sparen en deze een (gelijkwaardige) fusiepartner noemt.

Aangezien zowel in het onderzoek van Vogelzang en Dotsch als in ons onderzoek het aantal fusies en overnames is becijferd over de periode 1983-1988, ligt het voor de hand deze cijfers met elkaar te vergelijken. Dit levert verschillen op. Dat komt omdat Vogelzang en Dotsch zijn uitgegaan van een brede definitie van de begrippen fusie en overname, terwijl in ons onderzoek de begrippen fusie en overname in enge zin zijn gebruikt. Fusies in enge zin omvatten, in tegenstelling tot de brede definitie, geen gedeeltelijke fusies en overnames, zoals bij voorbeeld afstotingen van bedrijfsonderdelen.

Methode van onderzoek

De onderzochte gegevens zijn als volgt gerubriceerd: naar bedrijfstakken en bedrijfsklassen volgens de standaard-bedrijfsindeling (SBI) van het CBS; naar concentratiesoorten (fusie, overname of joint venture); naar geografische richting (Nederland-Nederland, buitenland-Nederland of Nederland-buitenland) en naar strategische richting (horizontaal, verticaal of diversificatie).

Bij het onderzoek gaat het uitsluitend om daadwerkelijk geëffectueerde fusies, overnames en joint ventures. Voorgenomen transacties – die uiteindelijk niet zijn gerealiseerd – zijn derhalve buiten beschouwing gelaten.

De fusie- en overnamegegevens zijn gebaseerd op de transacties die vermeld staan in de Concentratiebijlagen uit *Het Financieele Dagblad*. Indien de hoofdactiviteiten van bepaalde ondernemingen onbekend waren is het *ABC voor handel en industrie* en het *Financieel economisch lexicon* geraadpleegd.

Resultaten

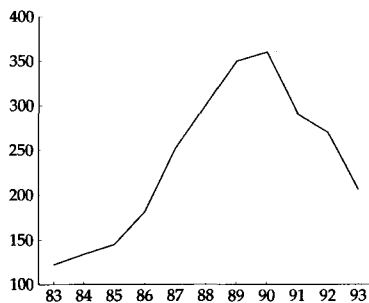
In 1983 begint een stijgende trend wat fusies en overnames betreft (zie figuur 1). Hiervoor kunnen de volgende verklaringen worden gegeven:

- conjunctuurgevoeligheid: economische groei heeft tot gevolg dat ondernemingen bereid en in staat zijn om (uitbreidings)investeringen te plegen. Er zijn in zo'n periode middelen beschikbaar en de sterke economische groei geeft vertrouwen voor de toekomst. Een periode met afnemende economische groei of een recessie leidt tot nadruk op kostenbesparing en efficiencyverbeteringen;
- koers/winstverhouding: de koers/winstverhouding is een indicator voor het vertrouwen in de economie. Fusies en overnames vinden vooral dan plaats, als er aanleiding is voor optimisme over de economische ontwikkeling. Bij een hoge koers/winstverhouding zullen er dus meer investeringen in fusies en overnames plaatsvinden;
- kostenbesparing: de angst om als ondernemer te blijven zitten met een (relatief) hoog kostenniveau terwijl de concurrent kosten bespaart door schaalvergroting, leidt tot fusies en overnames². Ondernemingen op het overname- of fusiepad zullen andere ondernemingen beïnvloeden ten aanzien van hun strategische gedrag, hetgeen zich uit in het imiteren van de 'leidende' ondernemingen;
- de Amerikaanse fusiegolf: in de Verenigde Staten deed de zogenaamde vierde fusiegolf zich voor in de periode vanaf 1978 tot aan het eind van de jaren tachtig. In het verleden heeft zich in de Europese economie nog geen fusiegolf voorgedaan, zonder dat deze eerst vooraf werd gedaan door een dergelijke fusiegolf in de VS. Op sectorniveau blijken de Amerikaanse fusie-ont-

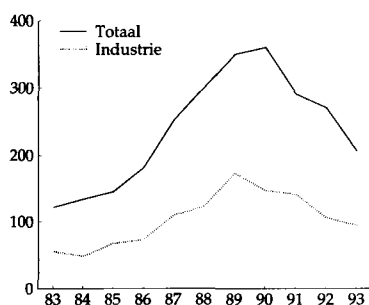
1. P.J. Vogelzang en S.J. Dotsch hebben onderzoek gedaan naar de ontwikkelingen in het aantal en de richting van fusies en overnames in Nederland; Zie P.J. Vogelzang en S.J. Dotsch, Fusies en overnames in Nederland, 1971-1988, *ESB*, 14 september 1988, blz. 858-861.

2. Schaalvoordelen kunnen zich voordoen op het financiële vlak (kapitaalmarkt meer toegankelijk; ontstaan interne kapitaalmarkt), op operationeel gebied, op kennisgebied en op bestuurlijk of managementgebied.

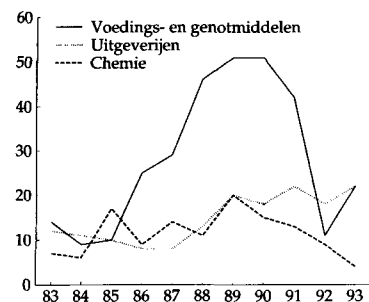
Figuur 1. Aantal fusies en overnames in Nederland, 1983-1993



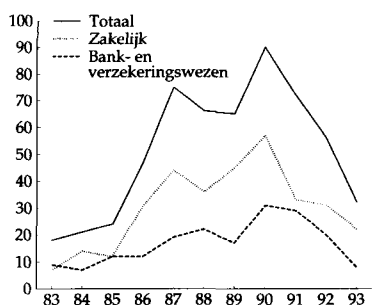
Figuur 2. Industrie



Figuur 3. Voedings- en genotmiddelen, uitgeverijen, chemie



Figuur 4. Dienstverlening



wikkelingen een goede voorspeller voor hetgeen Europa te wachten staat. Zo werden hoge rangordercorrelaties gevonden tussen de Amerikaanse lijst van sectoren gerangschikt naar fusie-intensiteit en de Europese (na correctie voor de omvang van de sectoren)³.

Mogelijke verklaringen voor de daling die na 1990 optreedt zijn:

- recessie: alle vier fusiegolven kwamen aan een min of meer abrupt einde door een intredende recessie⁴;
- concentratie: na een aantal jaren van verdergaande concentratie is ofwel het aantal overnamekandidaten sterk gereduceerd of wel zijn de resterende overnamekandidaten dermate groot of duur dat het niet meer aantrekkelijk is nog verdere fusies aan te gaan of overnames te plegen⁵;
- strategisch inzicht: door teruglopende winsten of veranderende managementtheorieën, kan een situatie ontstaan waarin fuseren en overnemen minder aantrekkelijk wordt gevonden. Het ontstaan van logge megaconcerns in economisch mindere tijden leidt tot heroverwegingen ten aanzien van uitbreiding. Dit kan leiden tot tegen-gestelde acties.

De ontwikkeling in bedrijfstakken

In het aandeel van afzonderlijke bedrijfstakken in het totale aantal fusies en overnames treedt gedurende de periode 1983-1993 geen belangrijke verandering op. Voor met name twee bedrijfstakken zijn er gedurende deze periode opvallende lijnen waar te nemen. Dit betreft de bedrijfstakken industrie en dienstverlening.

Industrie

De industrie toont het grootste aandeel in het aantal fusies en overnames in de onderzochte periode, namelijk tussen de 40% en 50%⁶. Opvallend is de sterke overeenkomst tussen het verloop van het aantal overnames en fusies binnen de industrie en het verloop van het totale aantal fusies en overnames (zie figuur 2)⁷. Binnen de industrie blijken drie bedrijfssectoren te zamen ongeveer 50% voor hun rekening te nemen, te weten: de voedings- en genotmiddelensector, de uitgeverijbranche en de chemie (zie figuur 3). Van deze drie is de voedings- en genotmiddelensector op zijn beurt veruit de belangrijkste, met een aandeel dat in 1988 zelfs 37% van het industrietotaal bedraagt.

In het jaar 1991-1992 daalt het aantal fusies en overnames – zowel absoluut als relatief – zeer sterk. Mogelijke verklaringen voor deze daling zijn gelegen in het intreden van de economi-

sche recessie aan het begin van de jaren negentig en het feit dat na een intensieve periode van overnames er minder aantrekkelijke overnamekandidaten over zijn.

Uit figuur 3 valt op te maken dat het aantal fusies en overnames in de sector chemie tussen 1983 en 1989, alhoewel schommelend, zich op een stabiel peil bevindt. Na 1989 zet een gestage daling in, verklaarbaar vanuit de intredende recessie en de sterke conjunctuurgevoeligheid van de chemie-branche. Opvallend is dat de stijgende trend in het aantal fusies en overnames binnen de sector uitgeverijen nog doorzet na 1990, in een periode waarin over het algemeen een daling in het aantal fusies en overnames plaatsvindt.

De grafische sector kampt de laatste jaren met een aanzienlijke overcapaciteit en als gevolg daarvan lage winstmarges. Om te kunnen overleven is een sanering van de markt of een verregaande positieverbetering van de eigen onderneming van cruciaal belang. Als gevolg hiervan valt een concentratietendens waar te nemen die als doel heeft enerzijds overcapaciteit uit de markt te nemen en anderzijds een steviger marktpositie te creëren. Deze fusiebeweging komt niet zozeer voort uit lange-termijn of strategische overwegingen maar is meer geboren uit de noodzaak om op korte termijn te overleven. Derhalve is het verklaarbaar dat de overnamebeweging in de grafische sector een patroon vertoont dat afwijkt van het algemene beeld.

Dienstverlening

In figuur 4 wordt het verloop van de bedrijfstak dienstverlening en daarin de twee belangrijkste subcategorieën, bank- en verzekeringswezen en zakelijke dienstverlening (waaronder onder meer advies-, ingenieurs-, softwarebureaus en accountantskantoren

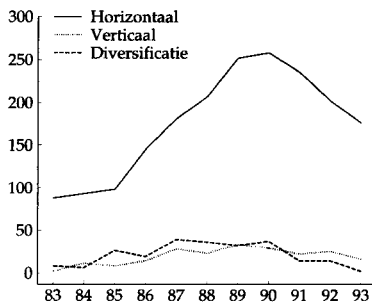
3. R.C. Smith en I. Walter, Economic restructuring in Europe and the market for corporate control, in: K. Cool, D.J. Neven en I. Walter (red.), *European industrial restructuring in the 1990s*, 1992.

4. P.W. Moerland, *Fusies en overnames*, Rotterdamse Monetaire Studies, 1992.

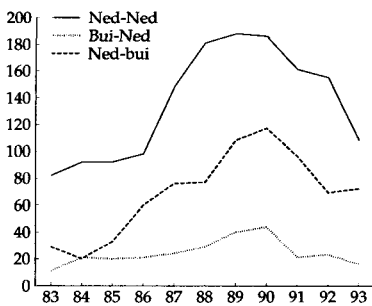
5. Zie D.C. Mueller, The effects of conglomerate mergers, *Journal of Banking and Finance*, 1977, blz. 317-347.

6. Deze percentages worden ook door anderen geconstateerd, zie H. Schenk, *Fusies: omvang, reikwijdte en trends, een internationale inventarisatie*, working paper, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1993.

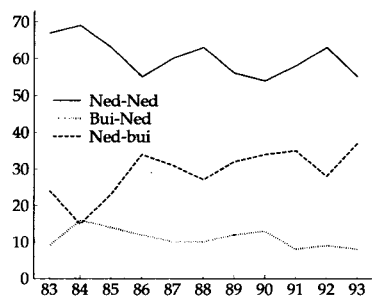
Figuur 5. Strategische richting van fusies en overnames



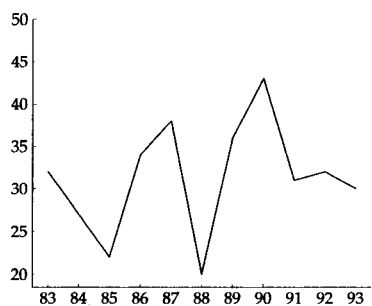
Figuur 6. Geografische richting, absolute aantallen



Figuur 7. Geografische richting, procenten



Figuur 8. Totaal aantal joint ventures



vallen) weergegeven. Deze twee subcategorieën verklaren meer dan 80% van het totale aantal fusies en overnames in de dienstverlening.

In de bedrijfstak dienstverlening wordt de piek in 1990 voorafgegaan door een piek in 1987. Een mogelijke verklaring voor deze eerste piek is het ontstaan van de wens om in de sector van de dienstverlening tot de internationale top te behoren. Het opheffen van het verbod op fusies tussen bank- en verzekeringsbedrijven heeft mede bijgedragen aan de fusie- en overnamepiek in 1990, naast de sterke invloed die een opgaande conjuncturele ontwikkeling wereldwijd op de intensiteit en omvang van het aantal fusies heeft.

Strategische richting

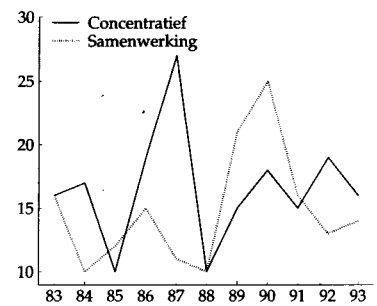
Het merendeel van de fusies en overnames vanaf 1983 is als horizontaal te classificeren. De horizontale fusies volgen de golfbeweging met een piek in 1990 (zie figuur 5). Het percentage van de horizontale fusies en overnames schommelt gedurende de periode 1983-1993 tussen de 70% en 90%⁸. Opvallend is dat gedurende de jaren 1985-1990 het percentage van de diversifiërende fusies en overnames aanzienlijk hoger lag dan in de periode tot 1985. In 1991 was dit percentage weer terug op het niveau van 1984 (5% van het totaal). Het percentage verticale fusies vertoont een lichte stijging.

Drie mogelijke verklaringen voor het grote aantal horizontale fusies en overnames zijn ten eerste dat er sprake is van een reactie op de fusiegolf van de jaren zestig, in de zin dat ondernemingen terug willen naar hun kernactiviteiten. Verder is het denkbaar dat de opbrengsten die voortvloeien uit de voordelen van een verticale fusie (achteraf) vaak niet blijken op te wegen tegen de kosten. Als laatste verklaring geldt dat het voor een onderneming relatief moeilijk is informatie te verkrijgen over een andere bedrijfstak of markt. Het is derhalve moeilijker om zo'n markt met voldoende zekerheid te kunnen betreden. Risicovrij gedrag blijft waarschijnlijk hoog in het vaandel staan. Bovendien zijn 'fusievoordelen' als bij voorbeeld schaalvergroting eenvoudiger te behalen bij horizontale dan bij verticale fusies. Concluderend kan derhalve worden gesteld dat horizontale fusies hogere efficiencyvoordelen genereren dan verticale fusies.

Geografische richting

Uit het onderzoek blijkt dat het percentage fusies en overnames tussen

Figuur 9. Aantal concentratieve en samenwerkings joint ventures



Nederlandse ondernemingen onderling afneemt⁹. Voor 1985 lag dit percentage op ca. 70%, in de periode 1985-1993 schommelde dit percentage tussen 54% en 63%. Deze daling is vooral veroorzaakt door een sterke procentuele en absolute toename van het aantal fusies en overnames waarbij buitenlandse ondernemingen door Nederlandse ondernemingen worden verworven (figuur 6 en figuur 7). Deze toename kan zijn veroorzaakt door ontwikkelingen ten aanzien van de Europese markt, waardoor ondernemers met het oog op vergaande economische integratie alvast over de grenzen de basis voor Europese activiteiten leggen. Het aantal Nederlandse ondernemingen dat door buitenlandse ondernemingen wordt overgenomen of daarmee fuseert neemt nog steeds een bescheiden plaats in (gemiddeld 11,3% over de periode 1983-1993).

Joint ventures

De ontwikkeling van het aantal joint ventures blijkt sterk afwijkend te zijn van de ontwikkeling van het aantal fusies en overnames. Het aantal joint ventures, zowel coöperatief als concentratief, in de periode 1983-1993 laat een grillig verloop zien (figuur 8 en figuur 9). Een mogelijke verklaring voor dit grillige verloop zou kunnen zijn dat joint ventures minder gevoelig zijn voor veranderingen in de conjunctuur. Het totale aantal joint ventures schommelt in de periode 1983-1993 tussen de 20 en 43 per jaar. Daar het

7. Hierbij dient te worden opgemerkt dat het aantal fusies en overnames in de industrie reeds in 1989 zijn top heeft bereikt. 8. Dit percentage was gemiddeld 81%. 9. Ook Vogelzang en Dotsch constateerden dat het relatieve aandeel van puur Nederlandse transacties afneemt.

aantal joint ventures per bedrijfstak gering is, dient men voorzichtig te zijn met conclusies over de ontwikkeling in bedrijfstakken. Indien er gekeken wordt naar het aandeel van de afzonderlijke bedrijfstakken valt op dat, evenals bij fusies en overnames, de sector industrie het hoogste aantal transacties kent. De sector dienstverlening komt op de tweede plaats. In absolute aantallen en ontwikkeling door de jaren heen wijken de binnenlandse en de grensoverschrijdende joint ventures niet veel van elkaar af.

Conclusies

Het grootste aantal fusies en overnames vond plaats in de bedrijfstak industrie. Uitgedrukt in percentages bedraagt het aandeel van de industrie gedurende de periode 1983-1993 jaarlijks tussen de 40% en 50% van het totale aantal fusies en overnames.

De sectoren chemie, voedings- en genotmiddelen en uitgeverijen kennen een hoog fusie- en overnamepercentage. Een overeenkomst tussen

deze sectoren is het zeer internationale werkerrein. Alle drie de sectoren worden wereldwijd beheerst door een relatief gering aantal zeer grote conglomeraten; voor kleinere ondernemingen lijken er op deze markten weinig toekomstperspectieven. Het aantal internationale transacties ligt in deze sectoren dan ook ruim boven het gemiddelde. Voorlopig lijkt er nog geen einde te komen aan deze voortschrijdende concentratiebeweging.

Het aandeel van de bedrijfstak transport schommelde gedurende de periode 1983-1993 rond de 8% van het totale aantal fusies en overnames.

De zakelijke dienstverlening kent sinds 1990 in absolute aantallen een duidelijke daling en relatief gezien een lichte daling.

Het merendeel van de fusies en overnames is horizontaal van aard. Blijkbaar speelt concentratie op de kernactiviteiten en versterking van de positie op deze gebieden een belangrijke rol bij de beslissing tot fusie of overname. Het merendeel van de transacties vindt plaats tussen Neder-

landse ondernemingen onderling. Toch blijft het aandeel van Nederlandse ondernemingen die buitenlandse ondernemingen overnemen of fuseren aanzienlijk (gemiddeld 30% van het totaal).

De in 1982 ingezette stijging van het aantal fusies en overnames heeft in 1990 zijn hoogtepunt bereikt. Daarna is er sprake van een sterke daling. Onze indruk is dat daar nog geen einde aan is gekomen. Wellicht slaat de trend weer om als de cnojunctuur zijn hoogtepunt heeft bereikt.

A. Vrionakis

E.Y. Vellema

De auteurs zijn werkzaam bij de Adviesgroep Overheid/Non-profit sector van De Witte & Touche in Den Haag. De auteurs danken M.B.J. Bólte voor zijn commentaar.