

# De fusie tussen Nationale Nederlanden en NMB Postbank Groep

H. Schreuder\*

**U**it een strategische analyse van de voorgenomen fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB-Postbank Groep blijkt dat de merites van deze stap voor beide partners verschillend liggen. Voor de NMBPG ligt de fusie voor de hand gegeven haar internationale ambities. Voor NN biedt deze fusie een oplossing voor een strategische situatie die op termijn zorgelijk kan worden. Ook de alternatieven voor beide concerns behelzen een ontwikkeling richting verzekerbanken.

De aankondiging van het fusievoornemen van Nationale Nederlanden (NN) en de NMB Postbank Groep (NMBPG) heeft de afgelopen weken veel beroering gewekt. De discussie betrof primair de voorgestelde omruilverhouding, waartegen enkele grote institutionele beleggers in NN verzet aantekenden.

Voorts kwamen ook de assurantie-tussenpersonen in het geding, zowel verbaal als in de vorm van de aankondiging van een boycot tegen NN. In Nederland vormen onafhankelijke assurantie-tussenpersonen het belangrijkste distributiekanaal voor verzekeringen. Zij voelen zich bedreigd nu NN als de grootste Nederlandse producent van verzekeringen wenst samen te gaan met een bank. Het ligt dan immers voor de hand dat NN in toenemende mate gebruik zal maken van de distributiemogelijkheden die de bank biedt, zowel via haar kantoren als rechtstreeks naar de klanten toe. In dit artikel wordt een strategische analyse gegeven van de voorgestelde fusie. Daarbij is de centrale vraag wat voor beide partners de ratio is van deze fusie in vergelijking tot mogelijke andere ontwikkelingsrichtingen van de twee ondernemingen. De fusie wordt dus beoordeeld tegen de achtergrond van de ontwikkelingen in de bank- en verzekeringssector en de huidige strategische posities van beide fusiepartners. In het verlengde van deze analyse wordt tevens bezien wat voor beide ondernemingen de alternatieven zijn, indien deze fusie geblokkeerd zou worden.

De voorgestelde omruilverhouding blijft buiten beschouwing. Het gaat hier om een inschatting van de strategische merites van de fusie op zichzelf, bezien vanuit de twee ondernemingen en hun markten.

## De bank- en verzekeringssector

Zowel de bank- als verzekeringssector ondergaan een proces van deregulerend. In Europa wordt dit proces versneld door de EG-initiatieven in het kader van '1992'. Daarbij treedt steeds meer branchevervaging op. Banken gaan in toenemende mate verzekeringsproducten voeren. Verzekeringsmaatschappijen bieden steeds meer bancaire diensten aan. In het buitenland wordt deze ontwikkeling aangeduid met het 'bancassurance'- of 'Allfinanz'-concept. In het Nederlands zouden we kunnen zeggen dat we steeds meer

'verzekerbanken' tegemoet kunnen zien (Rabobank-Interpolis, AMEV-VSB, spaarbanken-OHRA). Beide fusiepartners hadden al plannen c.q. eerste initiatieven in deze richting (Postbank-Centraal Beheer, NN met spaar-, leen- en beleggingsproducten voor tussenpersonen). Binnen Nederland is deze trend versterkt door de liberalisering van het structuurbeleid, waarmee de overheid enkele belemmeringen voor deze ontwikkeling per begin 1990 heeft weggenomen. De branchevervaging is een reactie op ontwikkelingen aan de vraagzijde van beide markten. Voor particuliere klanten lopen de spaar-, verzekerings- en beleggingsproducten van beide branches steeds meer dooreen. Bij voorbeeld hypotheek en oudedagsvoorzieningen kennen tegenwoordig vaak een verzekeringsdeel naast een bancaire deel, zoals een spaarregeling. Grote zakelijke klanten schakelden de banken steeds minder in voor hun bemiddelende rol en regelden hun financieringen vaker rechtstreeks met grote institutionele beleggers zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Door zich te ontwikkelen in de richting van 'verzekerbanken' pogen de aanbieders op deze markten een completer pakket aan financiële diensten te bieden (en daarmee hun marktaandeel te behouden). Tevens lopen door fusies en overnames de concentratiegraden in beide sectoren op. Dit gebeurt zowel op nationale markten als ook in de Europese context. Europa heeft, vergeleken met bij voorbeeld de VS of Japan, daarbij nog een flinke inhaalslag te maken. Volgens een rapport van Booz-Allen & Hamilton bedraagt het marktaandeel van de top vijf levensverzekeraars in de VS 44%, in Japan 65% en in de EG 15%<sup>1</sup>. Schaalvergroting is voor spelers die het Europese spel willen meespelen, veelal noodzakelijk. Het argument daarvoor is niet zozeer gelegen in de te behalen kostenvoordelen. Schaalvergroting is

\* De auteur is hoogleraar Bedrijfseconomie aan de Rijksuniversiteit Limburg. Hij heeft zich op verzoek van beide ondernemingen een onafhankelijk oordeel gevormd over de fusie.

1. *Europe 1992: threat or opportunity?*, Booz-Allen & Hamilton, 1989.

veeleer noodzakelijk om de vereiste investeringen te kunnen blijven opbrengen (vooral in informatietechnologie), om op de zakelijke markten de grotere, internationale klanten te kunnen blijven bedienen en om zelf meer slagkracht op de markt op te bouwen.

Behalve fusies vinden er ook steeds meer samenwerkingen plaats, zowel binnen als tussen de sectoren. Ook als niet formeel wordt gefuseerd of overgenomen, betekent dit dat steeds meer ondernemingen een plaats verwerven binnen financiële netwerken. Vaak wordt die plaats verankerd door het nemen van (kruis)participaties in het kapitaal van de partners in het netwerk. In de Europese verzekeringsbranche kwam in 1989 voor elf miljard gulden aan fusies en samenwerkingen tot stand; in de bankensector voor negen miljard<sup>2</sup>. De grootste Europese verzekeraar, het Duitse Allianz, ging samenwerken met de Dresdner Bank. De Deutsche Bank startte een eigen verzekeringsbedrijf, maar nam ook een 10%-participatie in Allianz. Een overzicht van de Europese bank- en verzekeringssectoren vertoont een wirwar van onderlinge verstrengelingen<sup>3</sup>.

De verzekeringsmarkt in Europa zal, naar verwachting, nog flink doorgroeien. Zelfs in landen als Engeland en Duitsland wordt daarbij nog een groeifactor van twee à drie maal de groei van het bnp voorzien. In Zuid-Europa zullen nog hogere factoren gerealiseerd kunnen worden<sup>4</sup>. Daarmee vergeleken, vertoont de banksector meer tekenen van verzadiging en consolidatie. Daardoor is ook in Nederland een duidelijke tendens tot margeverkrapping voor de banken zichtbaar<sup>5</sup>. Daar komt bij dat internationaal in deze sector problemen manifest worden, vooral in de VS. De kwaliteit van de kredietportefeuilles van Amerikaanse banken baart zorgen. Zij hebben ook moeite om aan de internationale BIS-normen voor solvabiliteit te voldoen.

In beide sectoren schrijdt de internationalisering voort. Het bankwezen is al hard op weg een 'global industry' te worden; het verzekeringswezen volgt op enige afstand. In beide sectoren is de algemene internationalisering van de zakelijke klanten daarvoor de voornaamste impuls. Dit impliceert dat op vele nationale markten in toenemende mate toetreding is te verwachten van buitenlandse maatschappijen, die hun internationale posities uitbouwen. In Nederland nam de Franse Victoire-groep het verzekeringsbedrijf Nieuw Rotterdam onlangs over, terwijl Van Lanschot in handen kwam van de Britse National Westminster Bank.

Tot zover de voornaamste ontwikkelingen in de omgevingen van NN en NMBPG. De algemene noemer is dat de structuur van beide branches zich sterk aan het wijzigen is en dat het tempo van de veranderingen de laatste jaren aanmerkelijk is versneld. In het vervolg gaan wij na welke positie deze beide ondernemingen momenteel in hun bedrijfstakken innemen en voor welke keuzes zij staan.

---

2. De expansiedrang van de verzekeraars, *FEM*, 21 april 1990.

3. *NRC*, 11 januari 1991, blz. 10.

4. A. Andersen, *Insurance in a changing Europe 1990-1995*, november 1990.

5. Nederlandse Vereniging van Banken/Public Affairs Consultants, *Europa 1992 en de Nederlandse bancaire sector*, september 1990.

### Positie NMBPG

De NMBPG is in 1989 ontstaan uit een fusie tussen de NMB Bank en de Postbank. Op zichzelf vertoonden deze partners een mooie complementariteit. De NMB bediende vooral de zakelijke markt; traditioneel lag daarbij de nadruk op het midden- en kleinbedrijf. De Postbank was vooral aanwezig op de particuliere markt. Zij had moeite om, na haar privatisering, alsnog de zakelijke markt te betreden. De Postbank bood de NMB bovendien een ruim reservoir aan relatief goedkope geldmiddelen. Samen konden de fusiepartners ook trachten de markt voor grotere zakelijke kredieten te penetreren.

In de Nederlandse context is de NMBPG een van de 'grote drie' banken die inmiddels zijn overgebleven (naast Rabobank en ABN-Amro). Deze drie bieden op de Nederlandse markt een totaalpakket van bancaire diensten aan: zij zijn jaarlijk 'algemene banken'. De NMBPG is zowel qua aantal rekeningen als qua omzet en aangehouden tegoeden de grootste marktpartij in het Nederlandse betalingsverkeer. Gegeven de Nederlandse marktstructuur ligt een verdere concentratie van de grote banken niet voor de hand.

In de Europese context is de NMBPG echter hooguit een middelgrote speler. Op de ranglijst van Europese banken neemt de NMBPG de 25e plaats in qua omvang van de activa (ABN-Amro de 7e; Rabobank de 21e). Qua marktwaarde is die plaats overigens beduidend lager<sup>6</sup>. Dit is een probleem voor alle Nederlandse bank- en verzekeringsfondsen die kampen met vrij lage koers/winst-verhoudingen. Daardoor wordt hun kracht op de internationale fusie- en overnamemarkt zeer beperkt.

Het concern is ook nog slechts op bescheiden schaal geïnternationaliseerd. Het beschikte per begin 1990 over 42 vestigingen in het buitenland. Het aandeel van de internationale kredietverlening in de totale portefeuille bedroeg 12%. Op de internationale markt richt de NMBPG zich op enkele 'niches', zoals schuldenhandel en schuldconversie<sup>7</sup>.

Samenvattend: de NMBPG koppelt een zeer sterke binnenlandse positie als 'algemene bank' aan een relatief onderontwikkelde buitenlandse positie. Gegeven de ontwikkelingen in de Europese context is de strategische basiskeuze waar het concern voor staat de volgende:

*Ofwel:* een relatief kleine regionale speler blijven door zich primair te concentreren op de Nederlandse thuismarkt en daarnaast een enkele internationale niche te bewerken. In wezen is dit een defensieve strategie gericht op behoud van de huidige positie.

*Ofwel:* door schaalvergroting/samenwerking en internationalisatie een Europese speler van betekenis te worden, hetzij als 'algemene bank', hetzij in een aantal geselecteerde segmenten.

De ambities van het concern gaan blijkbaar in de richting van de tweede optie.

### Positie NN

Nationale Nederlanden is marktleider in de Nederlandse verzekeringsbranche. Haar marktaandeelen bedragen naar schatting 11% voor schadeverzekeringen en 27% voor levensverzekeringen<sup>8</sup>. Haar binnenlandse omzet wordt voornamelijk verkregen via het distributiekanaal van de assurantie-tussenpersonen: 75% van de omzet is uit dat kanaal afkomstig. In Nederland neemt de onafhankelijke tussenpersoon een sterke positie in bij de distributie van verzekeringen. Bijna de helft van alle verzekeringen wordt via dat kanaal afgezet (zie tabel 1). In het buitenland genereren verzekeringsagenten, die gebonden zijn aan een bepaalde maatschappij, vaak de meeste omzet. De NN-marktaandeelen staan echter onder druk. De voornaamste oorzaak daarvan is het verschijnsel van verdringing van en binnen haar voornaamste distributiekanaal. Dit wordt in de eerste plaats veroorzaakt door de opkomst van de zogenaamde 'direct writers': verzekeringsmaatschappijen die hun producten rechtstreeks aan potentiële klanten aanbieden. Daarnaast wendden banken in toenemende mate hun cliëntenbestanden en kantoren aan voor de distributie van verzekeringen. En tenslotte penetreren buitenlandse verzekeringsmaatschappijen, zoals UAP, via onafhankelijke tussenpersonen op de Nederlandse markt.

Buiten Europa is NN redelijk geïnternationaliseerd. Het concern heeft goede posities opgebouwd in onder meer de VS en het gebied rond de Grote Oceaan. Binnen Europa is dat niet zo goed gelukt. Alleen in enkele landen, zoals België en Spanje, is een aanwezigheid van betekenis opgebouwd. Overigens illustreren de cijfers van NN over 1989 dat het opbouwen van een buitenlands bedrijf een zaak van lange adem en veel investeringen is. Terwijl meer dan de helft van de concernomzet uit het buitenland afkomstig is, is de winstbijdrage uit het buitenland slechts circa 20%. Het concern ontleent zijn huidige rentabiliteit aan de binnenlandse marktpositie<sup>9</sup>. In Europees perspectief is NN een tamelijk grote speler. Het neemt qua premie-inkomen in 1988 de zesde plaats in. Verreweg de grootste Europese verzekeraar is het Duitse Allianz<sup>10</sup>. NN bevindt zich te midden van de groep van zes middelgroten. In wereldwijd perspectief voeren overigens de Japanse en Amerikaanse maatschappijen de ranglijst aan.

Aangezien NN al gekozen heeft voor een strategie van internationalisatie, is de strategische basiskeuze waar het concern nu voor staat de volgende:

*Ofwel:* streven naar schaalvergroting binnen de internationale verzekeringssector. Daarbij zal vooral de positie binnen Europa moeten worden uitgebouwd.

*Ofwel:* verbreding van de concernbasis door ontwikkeling in de richting van een verzekerbank. Deze optie kan worden nagestreefd op eigen kracht of in combinatie met een binnenlandse of buitenlandse bankpartner.

**Tabel 1. Schatting distributie-aandelen Nederlandse verzekeringsmarkt (%)**

Onafhankelijke tussenpersonen	45
Direct writers	20
Banken	15
Gebonden agenten	5
Overige	15

Bron: Van der Geer, *De slag om de distributie*, VVP, 19 december 1990.

6. International Bank Scoreboard, *Business Week*, 2 juli 1990.

7. *Jaarverslag NMB Postbank Groep*, 1989.

8. Diverse bronnen w.o. *Assurantie Magazine*, Statistisch nummer, 13 december 1990; *Informatica statistica*, NN, 1990.

9. *Jaarverslag Nationale Nederlanden*, 1989.

10. Allianz's quiet coup d'état, *International Management*, december 1990.

## Beoordeling van deze fusie

Wij komen nu toe aan de beoordeling van deze fusie als strategische optie voor beide fusiepartners, gegeven hun eigen posities en tegen de achtergrond van de geschetste ontwikkelingen in beide sectoren. Voor de NMBPG ligt deze fusie om een aantal redenen voor de hand. Binnenlandse schaalvergroting in de banksector lijkt nauwelijks mogelijk. Een beleid van consolidatie van de huidige binnenlandse positie is riskant. In de eerste plaats zal de concurrentie op de thuismarkt naar verwachting nog toenemen, onder meer door branchevervaging en door buitenlandse toetreders. In de tweede plaats dreigt dan toch klantenverlies, met name in de zakelijke markt, aangezien internationalisering ook daar een voortschrijdend verschijnsel is. Daarmee is de defensieve optie van primaire concentratie op de thuismarkt voor NMBPG onaantrekkelijk.

Wordt derhalve gekozen voor internationale schaalvergroting, dan is het huidige formaat van de NMBPG in de Europese verhoudingen niet zodanig dat door middel van overnames een vooraanstaande positie kan worden bereikt. Het concern zou derhalve op zoek kunnen gaan naar buitenlandse banken als fusie- of samenwerkingskandidaten. Het is bekend dat hieraan ook in eerste instantie werd gedacht. Andere pogingen in deze richting (bij voorbeeld Amro-Generale) wezen echter uit dat zulke grensoverschrijdende fusies vooralsnog op grote problemen stuiten. Er is eigenlijk ook nog geen goed voorbeeld van in de banksector. Voorts is het aanbod van geschikte fusiepartners niet groot, mede door de reeds tot stand gekomen Europese vervlechtingen. En tot slot speelt de lage marktwaardering het concern ook parten bij het bedingen van gunstige condities. Al met al lijkt ook het pad van de internationale fusie of overname voor NMBPG met het huidige formaat moeilijk begaanbaar.

Op eigen kracht internationaliseren is een alternatief dat, gegeven het huidige tempo van veranderingen in de branche, eveneens tamelijk onaantrekkelijk lijkt. De kans is dan groot dat de slag in de Europese markt toch wordt gemist.

Derhalve ligt het voor de hand dat de NMBPG tracht door deze fusie met NN zich te verzekeren van een partner die haar slagkracht in de Europese markt kan vergroten. Het gezamenlijke formaat is zodanig dat op de overnamemarkt wel een vuist kan worden gemaakt, al is deze nog altijd kleiner dan die van de grote Franse of Duitse combinaties. Tegelijkertijd wordt de binnenlandse positie van het concern ook beter 'verzekerd', doordat het productenpakket wordt uitgebreid. Ook de twee grote binnenlandse concurrenten breiden hun pakket met verzekeringsproducten uit.

Voor NN lijkt er niet veel anders (meer) op te zitten. Het is bekend dat NN de eerste optie van schaalvergroting binnen de internationale verzekeringssector zeer serieus heeft overwogen, waarbij versterking van de Europese positie voorop stond. Besprekingen met een geschikte Engelse partner waren in een vergevorderd stadium, maar realisatie van deze grensoverschrijdende fusie bleek niet goed mogelijk. Naar verluidt, speelde ook hier de lage koers/winst-verhouding van het Nederlandse concern een rol. Inmiddels hebben de grootste Franse en Duitse spelers hun keuzes reeds gemaakt en lijken daardoor niet meer als potentiële partner be-

schikbaar. Doordat zowel de Frans-Belgische als de Duitse verzekeringssector in korte tijd sterk vervlochten is geraakt, ook met de banksector, worden deze regio's voor buitenlanders moeilijk toeganke-lijk. Daarmee dreigen de drie grootste Europese markten voor NN ondoordringbaar te worden<sup>11</sup>.

Consolidatie van de huidige positie lijkt nationaal en internationaal ook niet goed mogelijk. De Europese positie is, zoals gezegd, niet sterk. Te midden van de toenemende concentratie en samenwerking in Europa lijkt deze positie op de langere termijn moeilijk verdedigbaar. Buiten Europa (de VS en het Grote-Oceaangebied) heeft NN een betere positie. De concurrentie opereert daar echter al op grotere schaal: acht van de tien grootste verzekeringsmaatschappijen ter wereld zijn Japans. Bovendien is het de vraag of deze buitenlandse positie te consolideren valt zonder een krachtige thuisbasis. De vereiste investeringen zijn niet op te brengen zonder een substantiële winstbijdrage vanuit de thuismarkt.

Juist op de thuismarkt is de positie van NN op termijn zorgwekkend indien de huidige ontwikkelingen zich onbelemmerd zouden voortzetten. Het marktleaderschap wordt bedreigd; de marktaandelen brokkelen af<sup>12</sup>. Binnenlands is NN zeer afhankelijk van het distributiekanaal van de assurantie-tussenpersonen. De verdringing van en binnen dit kanaal bedreigt driekwart van het binnenlands premie-inkomen van NN. Het is zonder meer duidelijk dat het voor NN van levensbelang is om deze bedreigingen te pareren. Voor een deel zal dat moeten gebeuren door het distributiekanaal van de assurantie-tussenpersonen te versterken waar dat kan (bij voorbeeld door uitbreiding met bancaire diensten, zoals al werd voorbereid). Maar aangezien dat kanaal zelf aan verdringing onderhevig is, zal NN ook additionele kanalen moeten aanboren. Via die additionele kanalen moet NN compenseren wat het dreigt kwijt te raken in het tussenpersonenkanaal. Dat zijn in het algemeen de tamelijk gestandaardiseerde producten, die niet veel begeleiding behoeven. Mogelijke complementaire kanalen zijn die van de 'direct writing' en van de banken.

Het bovenstaande laat zien dat NN in een situatie terecht is gekomen die op termijn penibel wordt indien nu geen maatregelen worden genomen. De buitenlandse positie is op zichzelf al moeilijk te consolideren, laat staan te expanderen. De daarvoor vereiste investeringen zouden gegeneerd moeten worden uit een sterke thuisbasis. Jarenlang is dat ook precies wat NN heeft gedaan. Nu de thuisbasis echter zelf van diverse zijden wordt bedreigd, lijkt er weinig anders op te zitten dan daar de aandacht in eerste instantie op te concentreren. NN zal het bestaande kanaal van de assurantie-tussenpersonen wel moeten versterken: een te groot deel van de omzet wordt daaruit verkregen om dit kanaal al te zeer te laten afbrokkelen. Dat is echter niet voldoende. Een deel van de bedreigde omzet zal via andere kanalen moeten worden gedistribueerd. Vanuit deze

11. Ter vergelijking de marktaandelen van diverse landen in het wereldwijde premie-inkomen in 1988: Duitsland 6,8%, VK 5,9%, Frankrijk 4,5%, Nederland en Zwitserland 1,3%. Bron: A. Andersen, *Insurance in a changing Europe 1990-1995*, november 1990, blz. 156.

12. Gegeven de aard van het verzekeringsbedrijf is dat overigens een proces dat zich geleidelijk afspeelt.

analyse lijkt het voor NN welhaast onontkoombaar dat aangesloten wordt bij de ontwikkeling in de richting van verzekerbanken. De conclusie moet dus zijn dat NN inmiddels welhaast gedwongen is de tweede optie met kracht na te streven, wil het concern de thuismarkt behouden en in de nieuwe Europese verhoudingen een rol van betekenis blijven spelen. De NMBPG biedt NN een zeer breed palet aan alternatieve distributiekanaalen: van NMB-bankkantoren tot direct marketing via de Postbank. Vanuit die optiek is de keuze van deze partner logisch. Overigens bleef er ook niet veel te kiezen over, aangezien de andere twee grootbanken hun bewegingen richting verzekeringssector al hadden gemaakt. Voor NN zou samenwerking van NMBPG met een andere verzekeraar de bedreiging van de thuismarkt nog eens aanzienlijk hebben versterkt.

### De alternatieven

Voor NMBPG ligt de fusie dus voor de hand; voor NN is deze welhaast noodzakelijk. Maar stel dat de fusie geblokkeerd wordt, wat zijn dan de waarschijnlijke alternatieven voor beide partijen?

In de eerste plaats kan verwacht worden dat beide partijen zich toch zullen ontwikkelen in de richting van een verzekerbank, zij het waarschijnlijk langzamer dan bij een fusie het geval zou zijn<sup>13</sup>. De Postbank werkte al samen met Centraal Beheer; uitbreiding van zulke samenwerkingen ligt voor de hand. NN moet haar aanbod wel uitbreiden met bancaire diensten, al was het maar omdat de tussenpersonen daarom vragen in verband met de bescherming van hun eigen positie. Indien de voornaamste oppositie komt van de aandeelhouders van NN, is het zelfs niet uitgesloten dat beide ondernemingen weliswaar de fusie afblazen, maar in plaats daarvan een sterke samenwerking aangaan, eventueel met participaties in elkaars kapitaal.

Er mag in ieder geval worden verwacht dat beide partijen met voortvarendheid een of andere strategische zet zullen trachten uit te voeren. Na een mislukte poging tot fusie zouden beide ondernemingen toch min of meer 'in de etalage liggen'. Ook na het mislukken van het Amro-Generale voornemen duurde het niet al te lang voordat de ABN-Amrofusie werd beklonken.

Voor de NMBPG zullen er vele kandidaten in de markt zijn. Dat was al zo voordat de intenties met NN vaste vorm aannamen. De mogelijkheid tot samenwerking met een buitenlandse bank kan verder worden onderzocht. Blijft dit een moeilijk realiseerbare optie, dan ligt samenwerking met een andere Nederlandse verzekeraar voor de hand (Aegon?), indien niet met NN verder kan worden gegaan. Voor de NMBPG zal dit echter toch de tweede keus zijn. Zij zal de marktleider prefereren. Om die reden zal een alliantie met NN, vormgegeven door middel van kruisparticipaties, voor NMBPG een serieuze 'fall-back position' zijn.

Voor NN ligt de zaak moeilijker. In zekere zin is de 'schade' bij de belangengroeperingen van aandeelhouders en tussenpersonen al geschied. Uit dien hoofde wordt niet veel gewonnen door het eventuele mislukken van de fusie. Zoals hierboven bleek, is bovendien het pad naar Europese expansie in de verzekeringssector steeds lastiger begaanbaar bij gebrek aan beschikbare partners. Misschien zal dit pad toch betreden moeten worden, maar dan met flink

bijgestelde ambities voor wat betreft de plaats van NN in enig samenwerkingsverband. Hernieuwde besprekingen met een Engelse partner of aftasten van de mogelijkheden met de grotere Zwitserse maatschappijen (Zürich en Winterthur) zouden nog overwogen kunnen worden. Uiteraard blijft de onderneming een begerenswaardige partner voor menige bank, maar na blokkering van één poging zit een tweede vrijwillige poging er niet zo gauw in. Onderaan blijft de thuismarkt van het concern bedreigd, zeker indien de aanvaring met de tussenpersonen niet tot een goede einduitkomst leidt. Het is niet goed te voorzien welke middelen NN zal aanwenden om deze bedreigingen het hoofd te bieden<sup>14</sup>. Duidelijk is wel dat de onderneming er veel aan gelegen zal zijn om het voornemen tot fusie met NMBPG daadwerkelijk tot uitvoering te brengen. In het bovenstaande is één mogelijkheid steeds buiten beschouwing gebleven. Dat is het scenario van de (onvrijwillige) overname van een van deze ondernemingen. Als de fusie geblokkeerd zou worden, is dat scenario echter ook reëel. Voor de NMBPG biedt daarbij voorlopig een 20%-aandelenpakket, dat zich nog in handen van de staat bevindt, enige geruststelling. Verwacht mag echter worden dat de internationale verzekeringswereld zich zal buigen over de houdbaarheid van Nederlandse beschermingsconstructies, zoals NN die ook hanteert. Zelfs op korte termijn mag een concurrerend bod op NN niet uitgesloten worden. Ook al zou de uiteindelijke bedoeling daarvan niet zijn om NN in handen te krijgen, dan nog kunnen de grotere aandeelhouders en concurrerende ondernemingen trachten door middel van zo'n 'tussenbod' de prijs voor de samenwerking met NMBPG op te drijven. Voor de speculatief ingestelde belegger is een overnamegevecht een aanlokkelijk vooruitzicht; voor de andere belangengroeperingen bij NN moet dat worden betwijfeld. De alternatieven en hun consequenties overziende, lijkt het nog het meest aannemelijk dat NN en de tussenpersonen met het oog op hun wederzijdse belangen op enigerlei wijze 'tot zaken komen'. Vervolgens is de vraag hoe heet de soep gegeten wordt die door de institutionele beleggers is opgediend. Blijft die oppositie tamelijk krachtig, dan zal wellicht de fusie voorlopig van de baan zijn. De trend richting verzekerbanken zal echter doorgaan, ook bij deze twee ondernemingen en wellicht in enige vorm van nauwe samenwerking.

### Hein Schreuder

13. Zie voor een aanduiding van enkele voor- en nadelen van deze ontwikkeling: E. Helten, *Synergieffekte durch Kooperation von Banken und Versicherungen?*, Institut für Betriebswirtschaftliche Risikoforschung und Versicherungswirtschaft, Ludwig-Maximilians-Universität, München.

14. Als marktleider heeft zij uiteraard wel een aantal mogelijke wapens, waaronder acquisities of het versterken van de eigen distributie.