

# Een nieuwe fusiegolf?

In het Verenigd Koninkrijk is voor eerst sinds het hoogtepunt eind jaren tachtig een toename van de fusie- en overname-activiteit gemeten<sup>1</sup>. Ook in de Verenigde Staten doen zich de laatste tijd aan de lopende band grootscheepse overnames en herschikkingen voor<sup>2</sup>. In de luchtvaart ontstaan door fusies en overnames mega-carriers als United en American Airlines, met ieder bijna twintig procent van de Amerikaanse markt. In de software-branche kondigden Digital Research en Novell een fusie aan. Hetzelfde deden Ahston-Tate en Borland (gezamenlijke beurswaarde \$ 440 mln.). Van de tien grootste banken gingen er vijf fusies aan. De speculaties over een nieuwe fusiegolf komen op gang.

Fusies en overnames kunnen in eerste instantie als een natuurlijk proces worden beschouwd, waarbij de verzadiging van de markt uiteindelijk een concentratiebeweging in gang zet. In de tijd bezien vertoont de fusie- en overname-activiteit echter een opvallende golfbeweging, die moeilijk te verklaren valt door uitsluitend te letten op de fase van de produktlevenscyclus. De op- en neergang van de golven hangt samen met een aantal factoren<sup>3</sup>. Ten eerste is er een verband met de ontwikkeling van de marktconcentratie. Vooral institutionele factoren kunnen de marktconcentratie plotseling sterk doen dalen, zoals bij voorbeeld het geval is bij het slechten van de handelsbarrières binnen de EG. Als in een dergelijke situatie de marktconcentratie afneemt, blijft de geneigdheid tot fusie of overname sterk toe te nemen. De verhoging van de concurrentiedruk zet aan tot rationalisering van de ondernemingsactiviteiten en tot het terugwinnen van een ogenschijnlijk verzwakte positie in de markt.

Fusies en overnames kunnen dan dienen voor doeleinden als het verstevigen van de positie tegenover leveranciers, het vaster in handen krijgen van distributiekanaalen of het internaliseren van een innovatieve voorsprong van de concurrent. Traditionele argumenten als synergie of schaalvoordelen spelen meestal een minder belangrijke rol. Ten tweede vertoont de golfbeweging een verband met de conjunctuur. Als de vooruitzichten goed zijn is een fusie of overname een minder riskante stap: kapitaal is gemakkelijker beschikbaar en de (aanloop)kosten van de samenwerking en eventueel de kosten van een mislukking kunnen gedragen worden door de groei van de markt. In hoeverre wijst de situatie in de VS en het VK nu op het ontstaan van een nieuwe fusie- of overnamegolf? Aan de omstandigheid van een gunstige conjunctuur wordt op dit moment niet voldaan. De VS en het VK verkeren in een recessie. Voor de Verenigde Staten echter voorspellen de zogenaamde 'leading indicators' dat het dieptepunt alweer gepasseerd is. Het vertrouwen van particulieren en het bedrijfsleven is aanzienlijk hersteld. Daarnaast heeft zowel in de VS als in het VK het beleid van monetaire verruiming bijgedragen aan een lage rente, waardoor de investeringsgeneigdheid toeneemt. Verder lijkt het erop dat zich in het mededingingsbeleid van de Amerikaanse autoriteiten een trendbreuk heeft voorgedaan. Voorheen werd vastgehouden aan stringente concurrentieregels, gehandhaafd door anti-trust-

wetten die de markt zeer nauw afbakenden. Gezien de vergaande deregulering van de luchtvaart en het bankwezen en het achterwege blijven van anti-trustmaatregelen bij grote fusies of overnames kan worden vastgesteld dat de Amerikanen de markt nu veel ruimer bemeten dan voorheen. De beoordeling van een fusie berust minder op de situatie op lokaal niveau en meer op een vergelijking in internationaal perspectief. Zo bezien daalt de marktconcentratie en de karakteristieke reactie van fusies of overnames ligt in het verschieft. De deregulering van het bankwezen bevestigt weliswaar deze ontwikkeling, maar zou voorlopig een potentiële fusiegolf kunnen dempen, aangezien de kosten van de reorganisatie de kredietverleningscapaciteit beperken. Daar staat tegenover dat de ineengestorte markt voor 'junk bonds' – een van de katalysatoren achter de voorgaande fusiegolf – zich herstelt.

Zal ook op het Europese continent de concentratie toenemen? In tegenstelling tot de VS en het VK wordt er een overwegend krap monetair beleid gevoerd met als gevolg relatief duur kapitaal. Hierin zal voorlopig waarschijnlijk weinig verandering komen. De conjuncturele uitgangspositie is hier misschien iets minder slecht, de toekomstverwachtingen daarentegen lijken minder hoog gespannen dan in de VS. Verder heeft het Europese bedrijfsleven zich al eens op grote schaal gereorganiseerd met het oog op het wegvallen van de handelsbarrières binnen de EG. Toch zijn er structurele factoren aan te wijzen die concentratie opnieuw kunnen bevorderen. In de eerste plaats geldt ook voor Europa een groeiende concurrentiedruk van buiten de EG. De Europese Commissie lijkt zich na het slechten van de interne handelsbarrières te gaan richten op de eliminatie van de muren rond het 'fort Europa'. De auto-, elektronica- en computerindustrie bij voorbeeld worden steeds minder gespaard. En zo lang de handelsmuren nog bestaan stijgt de concurrentiedruk door vestiging van vooral Aziatische bedrijven in Europa. In de tweede plaats mag verwacht worden dat de uiteenlopende juridische en institutionele structuren van het bedrijfsleven in de diverse lidstaten geleidelijk geharmoniseerd zullen worden, waarmee een drempel voor fusies en overnames wordt weggenomen.

Wanneer de conjunctuur zal aantrekken, zijn er dus zowel in de VS als in Europa krachten aanwezig die aanzetten tot een versterkte concentratietendens. Het streven naar een vrije markt enerzijds en de internationalisering van markten anderzijds zullen leiden tot een voortgezette fusie- en overnamegeneigdheid. De golfbeweging in fusies en overnames zet zich voort, al is de komende golf waarschijnlijk minder spectaculair dan zijn voorganger.

## T.P. van Walderveen

1. Return of the takeover, *The Economist*, 28 september 1991, blz. 19.
2. The age of consolidation, *Business Week*, 14 oktober 1991, blz. 40.
3. H.W. de Jong, De concentratiebeweging: verklaring en resultaat, *ESB*, 9 maart 1988, blz. 248-253.