

25 jaar grensoverschrijdende overnames: geen uitverkoop, wél hoge overnamepremies¹

DIRK F. GERRITSEN^{a,*}

^a *Utrecht University School of Economics, Utrecht University, Utrecht, The Netherlands*

* *Corresponding author. Utrecht University School of Economics, P.O. Box 80125, 3508 TC Utrecht, The Netherlands, Phone +31 (0)30 253 9289, Fax +31 (0) 30 253 7373*

Abstract

Er wordt regelmatig gesomberd over een uitverkoop van het Nederlandse bedrijfsleven. De cijfers wijzen op het tegenovergestelde: in de afgelopen 25 jaar waren Nederlandse ondernemingen vaker jager dan prooi. In het geval dat Nederlandse bedrijven toch ten prooi vallen aan een overname, dan profiteren aandeelhouders bij een overname door een buitenlandse partij: de overnamepremie is hoger dan bij binnenlandse overnames. De mogelijke gevolgen voor werknemers zijn minder eenduidig.

¹ Geaccepteerd paper, gepubliceerd in VBA Journaal, zie: Gerritsen, D.F. (2014). 25 jaar grensoverschrijdende overnames: geen uitverkoop, wél hoge overnamepremies. *VBA Journaal*, 30(2), 30-34.

1. Introductie

In het publieke domein verschijnen regelmatig berichten over de uitverkoop van het Nederlandse bedrijfsleven. Dit beeld wordt bepaald door grote overnames van bijvoorbeeld ABN Amro, Numico en Organon in 2007 en van Nuon in 2009. Recent hebben buitenlandse partijen een substantieel aandeel verworven in KPN, Ziggo en DE Master Blenders 1753. In deze discussie wordt vaak vergeten dat Nederlandse ondernemingen ook overnames doen in het buitenland. De vraag rijst of er inderdaad buitenproportioneel veel Nederlandse ondernemingen worden overgenomen of dat het per saldo juist de Nederlandse bedrijven zijn die buitenlandse ondernemingen overnemen. Een vervolgvraag richt zich op de implicaties voor direct belanghebbenden van overnames van Nederlandse bedrijven door buitenlandse bedrijven. Voor aandeelhouders is het relevant of de betaalde overnamepremie verschillen van die bij binnenlandse overnames. Indirect kan een verschil in premie ook een effect hebben op andere belanghebbenden zoals werknemers: kostenbesparingen kunnen nodig zijn om dure overnames te laten renderen.

Met een overname wordt doorgaans het verwerven van controle over een andere onderneming bedoeld. Dit kan door aandelen in het betreffende bedrijf over te nemen. Het belangrijkste doel van een overname is het verhogen van de waarde van de gecombineerde onderneming (Brigham and Ehrhardt, 2013). Vaak wordt in dit kader gerefereerd aan synergievoordelen (Mukherjee et al., 2004). Deze kunnen worden bereikt door het creëren van schaalvoordelen, groei mogelijkheden en het vervangen van slecht functionerend management (Powel, 2007). Hoewel grensoverschrijdende overnames gepaard gaan met verschillende barrières (denk aan afstand, cultuur, en verschillen in governance en accountingstandaarden), vinden ook deze overnames doorgaans plaats vanwege de overtuiging dat de combinatie meer waard is dan de som van de delen. Erel et al. (2012) illustreren dat de waarde van grensoverschrijdende overnames als percentage van de totale overnameactiviteit wereldwijd is toegenomen van 23% in 1998 tot 45% in 2007.

In dit artikel wordt het verloop onderzocht van grensoverschrijdende fusies waarbij een Nederlands bedrijf betrokken is. Vervolgens wordt er ingegaan op mogelijke welvaartseffecten van buitenlandse overnames.

2. Data en methode

Voor een analyse van de Nederlandse situatie zijn in de Thomson SDC-database² alle (per medio februari 2014) afgeronde fusies en overnames geselecteerd waarbij (i) een Nederlandse onderneming is betrokken, (ii) een transactiewaarde is gerapporteerd, en (iii) de aankondiging van de overname

² In deze database houdt Thomson de wereldwijde fusie- en overnameactiviteit bij, zowel van private als publieke ondernemingen. Er wordt zoal gerapporteerd over de locatie van de overnemer en over te nemen partij, de manier waarop een transactie is gefinancierd, de overnamepremie bij beursgenoteerde overnames, etc.

plaatsvond in de periode 1989 tot en met 2013. Naast volledige overnames zijn ook deelnemingen geselecteerd waarbij de overnemer minder dan 100% van de aandelen aanschaf. De transactiewaarden zijn gecorrigeerd voor Nederlandse inflatie waarbij 2013 als basisjaar is gebruikt. Met andere woorden, alle gerapporteerde bedragen staan vermeld in euro's van 2013. In lijn met de literatuur worden vastgoedtransacties, nationalisering en interne reorganisaties (hier is de overnemende partij gelijk aan de overgenomen partij) uitgesloten. Omdat het begrip "Nederlands bedrijf" op verschillende manieren kan worden gedefinieerd, is er gekozen voor twee verschillende classificaties. Een Nederlands bedrijf in ruime zin is gedefinieerd als een bedrijf dat in Nederland staat geregistreerd. Hier zitten ook bedrijven bij die slechts om juridische- of belastingtechnische redenen Nederlands zijn. Een bedrijf is Nederlands in enge zin wanneer er wordt voldaan aan de volgende drie criteria: het bedrijf, de moedermaatschappij én de primaire beursnotering zijn in Nederland gevestigd. De informatie over de primaire notering is aangevuld met gegevens van Datastream daar Thomson SDC soms incompleet was.

Om het verschil te meten tussen het Nederlandse bedrijfsleven als jager en als prooi zijn er twee verschillende *samples* samengesteld. In het geval van een Nederlands overnamedoel (zogenaamde inkomende overnames; de eerste sample) is de overnemer geclassificeerd als buitenlandse partij wanneer het betreffende bedrijf óf de moedermaatschappij ervan niet in Nederland is gevestigd. In de tweede sample gaat het om uitgaande overnames: hierbij functioneren Nederlandse bedrijven als overnemer. Een buitenlands overnamedoel wordt op een gelijke manier gedefinieerd als in sample 1. In Tabel 1 wordt bovenstaande schematisch weergegeven.

Tabel 1. Uitleg van de gehanteerde definities en gebruikte samples

Sample 1: Inkomende overnames		Sample 2: Uitgaande overnames	
Overnamedoel is Nederlands...		Overnemer is Nederlands...	
...in brede zin	...in enge zin	...in brede zin	...in enge zin
1. Locatie bedrijf: NL	1. Locatie bedrijf NL	1. Locatie bedrijf: NL	1. Locatie bedrijf NL
	2. Hoofdkantoor NL		2. Hoofdkantoor NL
	3. Beursnotering NL		3. Beursnotering NL
Buitenlandse overnemer: locatie bedrijf óf hoofdkantoor buiten NL		Buitenlands overnamedoel: locatie bedrijf óf hoofdkantoor buiten NL	

3. Resultaten

*Nederland is per saldo overnemer*³

Tabel 2 geeft enkele samenvattende statistieken weer van beide samples. In totaal zijn er 1527 Nederlandse bedrijven overgenomen door een buitenlandse entiteit.⁴ De gemiddelde waarde van een

³ Delen uit deze paragraaf zijn eerder verschenen in Economisch Statistische Berichten onder de titel "Nederlands bedrijfsleven netto-overnemer in het buitenland".

dergelijke deal bedroeg 331 miljoen euro. Wanneer alleen wordt gekeken naar Nederlandse bedrijven in enge zin dan hebben er 126 acquisities plaatsgevonden met een gemiddelde waarde van ongeveer anderhalf miljard euro. De hogere gemiddelde transactiewaarde van overnames in enge zin kan worden verklaard door het feit dat hier Nederlandse beursgenoteerde (en dus relatief grote) bedrijven bij zijn betrokken.

Nederlandse bedrijven nemen zelf ook regelmatig bedrijven over. In de sample zitten 1989 overnames van buitenlandse bedrijven door een Nederlandse overnemer, met een gemiddelde waarde van 270 miljoen euro. Door Nederlandse bedrijven in enge zin zijn in totaal 628 buitenlandse acquisities gepleegd. De gemiddelde waarde van die acquisities lag met 479 miljoen euro beduidend hoger.

Tabel 2 Aantal buitenlandse overnames van/door Nederlandse bedrijven, 1989 – 2013

		(1)	(2)	(3)	(4)
		Aantal trans-acties	Gemiddelde waarde per transactie (€mln)	Gemiddelde waarde per jaar (€mrd)	Totale waarde (€mrd)
Inkomende overnames	In ruime zin	1527	331	20,2	506
	In enge zin	126	1529	7,7	193
Uitgaande overnames	In ruime zin	1989	270	21,5	537
	In enge zin	628	479	12,0	301

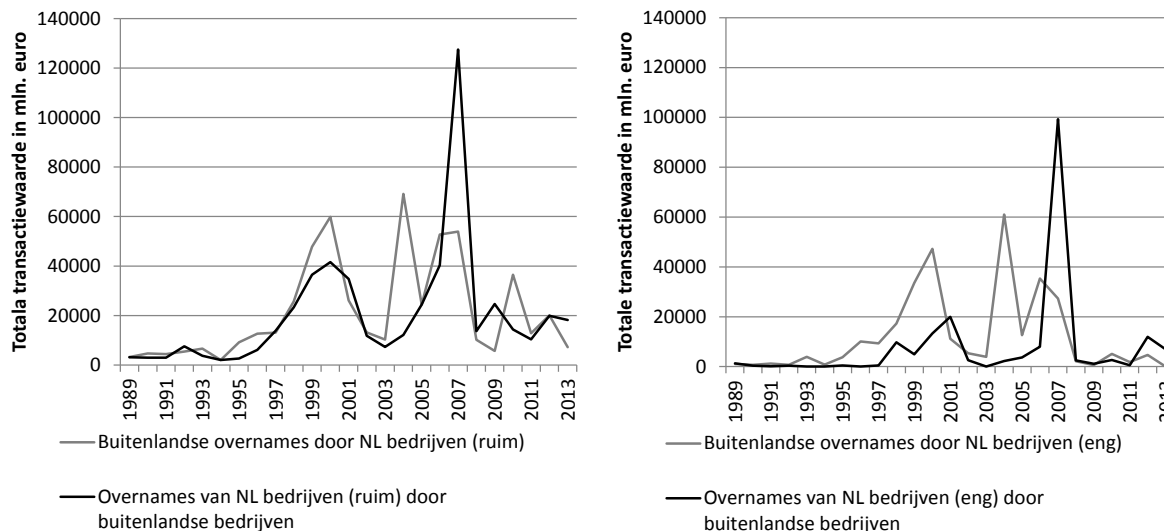
De laatste kolom van Tabel 2 laat duidelijk zien dat Nederlandse bedrijven meer buitenlandse bedrijven overnemen (gemeten in totale transactiewaarde) dan andersom: Nederlandse bedrijven hebben buitenlandse overnames (zogenaamde uitgaande overnames) gepleegd ter waarde van 537 miljard euro terwijl buitenlandse partijen voor 301 miljard euro in Nederlandse bedrijven hebben geïnvesteerd (zgn. inkomende overnames). Voor Nederlandse bedrijven in enge zin liggen de waarden per definitie lager. Het verschil is hier echter zelfs groter: 193 miljard euro uitgaande overnames om “slechts” 126 miljard inkomende overnames.

In Figuur 1 wordt het verloop van grensoverschrijdende overnames door de tijd heen bestudeerd. Hier worden de gesommeerde transactiewaarden per jaar weergegeven. Aan de linkerkant staan de overnames waar Nederlandse bedrijven in ruime zin bij betrokken zijn. De grijze lijn toont de jaarlijkse transactiewaarde voor de uitgaande overnames terwijl de zwarte lijn het verloop schetst van de inkomende overnames. De vijfde en zesde overnamegolf (respectievelijk in de periode 1993-2000 en 2003-2007, zie Alexandridis et al., 2012) zijn duidelijk te onderscheiden in deze grafiek. Verder valt het jaar 2007 op: dit is het jaar waarin ABN Amro wordt overgenomen voor ongeveer 71 miljard euro. Ook de overname van Numico door Danone en de verkoop van Organon door Akzo Nobel aan Schering-Plough vonden plaats in dat jaar.

⁴ Dit is goed voor ongeveer 70 procent van alle overnames van Nederlandse bedrijven: de overige overnames betreffen binnenlandse overnames.

De rechterkant van Figuur 1 illustreert de inkomende en uitgaande overnames waar Nederlandse bedrijven in enge zin bij betrokken zijn. De algehele trends zijn ruwweg gelijk.

Figuur 1 Jaarlijkse transactiewaarde van inkomende en uitgaande transacties



De figuur laat zien dat er van een structurele uitverkoop van Nederlandse bedrijven geen sprake is, onafhankelijk van de definitie van een Nederlands bedrijf. De jaarlijks gemiddelde waarde van uitgaande overnames volgens de ruime definitie bedroeg 21,5 miljard terwijl de inkomende stroom 20,2 miljard bedroeg. Wanneer alleen overnames worden bestudeerd waarbij Nederlandse bedrijven enge zin zijn betrokken, bedraagt de gemiddelde jaarlijkse waarde van de uitgaande overnames 12,0 miljard terwijl de ingaande overnames 7,7 miljard bedragen. Onafhankelijk van de definitie van een Nederlands bedrijf, kan worden geconcludeerd dat Nederlandse bedrijven in internationaal perspectief meer als jager dan als prooi hebben gefungeerd. Afgezien van de overname van ABN Amro in 2007 kan ook voor de recente geschiedenis niet worden geconcludeerd dat Nederland in de uitverkoop staat.

Hogere overnamepremie bij buitenlandse overnemer

In het vervolg ligt de nadruk op de overnames van Nederlandse bedrijven. Om het verschil te kunnen testen tussen buitenlandse en binnenlandse overnemers, voegen we deze laatste categorie overnames ook toe aan de sample. Betalen buitenlandse overnemers meer voor een Nederlandse onderneming dan Nederlandse overnemers? In dit kader worden alle overnames onderzocht waarvoor Thomson SDC zowel een aandelenkoers als een overnamekoers rapporteert. De aandelenkoers stijgt doorgaans al in de periode voor de officiële aankondiging van een overnamebod. Het grootste deel van deze stijging vindt plaats in de twintig handelsdagen voor het bod (Schwert, 1996). De overnamepremie is daarom als volgt gedefinieerd:

$$\text{Overnamepremie} = \frac{\text{Overnamebod per aandeel}}{\text{Aandelenkoers 4 weken voor de aankondiging}}$$

Er zijn in totaal 137 gedeeltelijke en gehele overnames van Nederlandse bedrijven waarvoor de benodigde gegevens konden worden verzameld: 69 buitenlandse en 68 binnenlandse overnames.

De gemiddelde premie in geval van een buitenlandse overnemer bedraagt 44.6% terwijl Nederlandse overnemers gemiddeld gezien 26.4% premie betalen. Dit verschil is significant op het 10%-niveau (t-waarde is 1.97). In de literatuur (zie onder meer Betton et al., 2008 en Chatterjee et al., 2012) is aangetoond dat de overnamepremie afhangt van additionele factoren, zoals de grootte van het over te nemen bedrijf, het aantal bieders (één of meer), het aandelenbelang van de overnemer vóór de nieuw aangekondigde deelneming, de betaling van de deal (in cash of aandelen), de houding van de overnemer (vijandig of niet), de status van de overnemer (publiek of privaat), het type transactie (*tender offer* of niet), is de target een centenfond of niet, en het feit of beide partijen actief zijn in dezelfde sector. Voor een gegrond oordeel over het verschil in overnamepremie moet er daarom gecontroleerd worden voor deze additionele factoren. Er is hiertoe gebruikgemaakt van een OLS-schatting met robuuste standaardfouten. Tevens is er in de modellen gecontroleerd voor jaar- en industrie-effecten door hiervoor dummy's op te nemen. Tabel 3 geeft de regressieuitkomsten weer. Tussen haakjes is de t-waarde weergegeven.

Tabel 3 Verklaring van de betaalde overnamepremie voor Nederlandse bedrijven in enge zin

<i>Onafhankelijke variabelen:</i>	<i>Afhankelijke variabele:</i> Overnamepremie	
	Model 1	Model 2
Buitenlandse overnemer (<i>dummy</i>)		0.261** (2.34)
Balanstotaal target (natuurlijk logaritme, <i>continu</i>)	-0.039 (-1.26)	-0.051* (-1.67)
Aantal bieders (<i>continu</i>)	0.144 (1.22)	0.108 (0.80)
Aandelenbelang vóór nieuwe deelneming (<i>dummy</i>)	-0.116 (-1.28)	-0.069 (-0.76)
Bod 100% in cash (<i>dummy</i>)	0.114 (0.86)	0.114 (0.89)
Vijandelijk bod (<i>dummy</i>)	0.315 (1.07)	0.208 (0.75)
Publieke overnemer (<i>dummy</i>)	-0.064 (-0.58)	-0.146 (-1.23)
Tender offer (<i>dummy</i>)	-0.147 (-1.17)	-0.127 (-1.11)
Target centenfond (<i>dummy</i>)	-0.771* (-1.77)	-0.944* (-1.94)
Zelfde sector (<i>dummy</i>)	0.039 (-0.26)	-0.046 (-0.31)
Constante	0.595 (1.60)	0.751* (1.84)
Aantal observaties	137	137
R ²	0.40	0.44

Noot: Jaar- en sectordummy's opgenomen in regressie. **, en * geven de significantieniveaus weer op respectievelijk het 5% en het 10%-niveau. De t-waarden staan tussen haakjes.

Model 1 geeft het model weer voor de controlevariabelen. Hoewel de meeste variabelen geen statistische significantie hebben, zijn de tekens van de variabelen wel in lijn met de literatuur. De R² van het model bedraagt 0.40.

In model 2 is een dummy-variabele toegevoegd die het effect van een buitenlandse overnemer meet. Deze variabele is zowel statistisch (op het 5% niveau) als economisch significant. Gegeven de diverse controlevariabelen betaalt een buitenlandse overnemer een 26.1 procentpunt hogere overnamepremie

dan een Nederlandse overnemer. Deze bevindingen zijn in lijn met Harris en Ravenscraft (1991) en Rossi en Volpin (2004) die beide in internationale studies lieten zien dat betaalde overnamepremie doorgaans hoger zijn bij grensoverschrijdende overnames dan bij binnenlandse overnames. De R^2 van het model stijgt naar 0.44 ten gevolge van de opname van deze dummy.

Effecten voor werknemers minder eenduidig

Hogere premies zijn economisch gezien slechts gerechtvaardigd bij een hoog verwacht rendement op de overname. Dit kan bijvoorbeeld wanneer een overnemer de eventuele betere governancepraktijken uit eigen land toepast op de overgenomen onderneming waardoor deze in waarde toeneemt (Rossi en Volpin, 2004). Deze verklaring voor een hoge premie bij buitenlandse overnames ligt in Nederland niet voor de hand daar Nederland hoog staat op de corporate governance ranking (bron: GMI, 2010). Ook de governance-indicatoren van de *Worldwide Governance Indicators* van de World Bank wijzen op een goed ontwikkelde governance.

Een andere manier om het rendement op een overname te verhogen is door een kostenverlaging door te voeren. Loonkosten zijn, althans op de korte termijn, vaak het gemakkelijkst om aan te passen, door bijvoorbeeld een reductie in het personeelsbestand. Krishnan et al. (2007) laten zien de hoogte van de overnamepremie positief samenhangt met een afname van de werkgelegenheid bij het gecombineerde bedrijf. Ook de behaalde resultaten (gemeten aan de hand van de *return on sales*) van de nieuwe entiteit verslechteren na een overname met een hoge premie. Dit laatste effect wordt door Krishnan et al. (2007) verklaard door enerzijds ontslagrondes die leiden tot motivatieproblemen bij werknemers en anderzijds afnemende synergievoordelen wanneer de aanwezige kennis wordt gereduceerd door de ontslagen. De bevindingen van Krishnan et al. (2007) geven een indicatie voor verslechterende werkgelegenheid na een buitenlandse overname. O'Shaughnessy en Flanagan (1998) hebben de link bestudeerd tussen personeelsreducties bij de overgenomen partij bij zowel binnenlandse als buitenlandse overnemers. O'Shaughnessy en Flanagan (1998) vinden geen verschil in personeelsreductie in het jaar na een overname door een buitenlandse of een binnenlandse partij. Zij maken aannemelijk dat buitenlandse overnames initieel meer gemotiveerd zijn vanuit het synergieoogpunt: de overname van waardevolle *know-how* speelt een belangrijkere rol dan het efficiëntieperspectief, waardoor ontslagen niet te verwachten zijn. Eventuele effecten ná het eerste jaar na de overname worden niet belicht.

4. Conclusie

Het beeld dat Nederlandse bedrijven in de uitverkoop staan, strookt niet met de werkelijkheid. Gemeten naar transactiewaarde hebben Nederlandse bedrijven juist meer buitenlandse bedrijven overgenomen dan andersom. De fluctuatie in de totale waarde van grensoverschrijdende overnames in

de periode 1989-2013 vertoont grote gelijkenis met het internationale beeld, meer in het bijzonder met de vijfde en zesde overnamegolf.

Voor Nederlandse bedrijven betalen buitenlandse ondernemingen een significant hogere premie dan binnenlandse ondernemingen. Grensoverschrijdende transacties zijn daarmee goed nieuws voor de aandeelhouders van de target. Naar de effecten voor andere belanghebbenden zoals werknemers moet nader onderzoek worden verricht.

Literatuur

- Alexandridis, G., Mavrovitis, C.F., en Travlos, N.G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663-688.
- Betton, S., Eckbo, B.E. en Thorburn, K.S. (2008). *Markup pricing revisited*. Tuck School of Business, Working paper.
- Brigham, E. and Ehrhardt, M. (2013). *Financial management: Theory and practice*. Fort Worth, TX: Harcourt College Publishers.
- Chatterjee, S., John, K. en Yan, A. (2012). Takeovers and divergence of investor opinion. *Review of Financial Studies*, 25(1), 227-277.
- Erel, I., Liao, R.C. en Weisbach, M.S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082.
- Gerritsen, D.F. (2014). Nederlands bedrijfsleven netto-overnemer in het buitenland. *Economisch Statistische Berichten*, 99(4679), 109-110.
- GMI Ratings (2010). *Country Rankings as of September 27, 2010*
- Harris, R.S. en Ravenscraft, D. (1991). The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the US stock market. *The Journal of Finance*, 46(3), 825-844.
- Krishnan, H.A., Hitt, M.A. en Park, D. (2007). Acquisition premiums, subsequent workforce reductions and post-acquisition performance. *Journal of Management Studies*, 44(5), 709-732.
- Mukherjee T.K., Kiyamaz H. en Baker H.K. (2004). Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 7-24.
- O'Shaughnessy, K.C. en Flanagan, D.J. (1998). Determinants of layoff announcements following M&As: An empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 19(10), 989-999.
- Powell, R.G. (1997). Modelling takeover likelihood. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 24(7)&(8), 1009-1030.
- Rossi, S. en Volpin, P.F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.
- Schwert, G.W. (1996). Markup pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 153-192.