

Nederlands bedrijfsleven netto-overnemer in het buitenland

Regelmatig wordt gesteld dat het Nederlandse bedrijfsleven in handen komt van het buitenland. De cijfers wijzen echter op het tegenovergestelde: in de afgelopen 25 jaar hebben Nederlandse ondernemingen juist voor een hoger bedrag buitenlandse bedrijven overgenomen dan dat ze overgenomen zijn door buitenlandse partijen.

DIRK GERRITSEN
Universitair docent
aan de Universiteit
Utrecht

De ‘uitverkoop’ van het Nederlandse bedrijfsleven is een terugkerend fenomeen in de Nederlandse media. Onder andere De Telegraaf (2007), Trouw (2008) en De Volkskrant (2013) berichtten over dit verschijnsel, Tamminga (2009) schreef er een boek over en BNR Nieuwsradio organiseerde in 2012 een debat over dit thema. In deze discussie wordt vaak vergeten dat Nederlandse ondernemingen ook zelf buitenlandse overnames plegen.

De voornaamste reden dat overnames plaatsvinden, is het verhogen van de waarde van de gecombineerde onderneming (Brigham en Ehrhardt, 2013). Vaak wordt in dit kader gerefereerd aan synergievoordelen (Mukherjee *et al.*, 2004). Deze kunnen worden bereikt door het creëren van schaalvoordelen, groeimogelijkheden en het vervangen van slecht functionerend management (Powel, 1997). Hoewel grensoverschrijdende overnames gepaard gaan met verschillende barrières, zoals afstand, cultuur, en verschillen in governance en accountingstandaarden (Rossi en Volpin, 2004), vinden ook deze overnames doorgaans plaats vanwege de overtuiging dat de combinatie meer waard is dan de som van de delen.

De vraag rijst of er inderdaad vooral veel Nederlandse ondernemingen worden overgenomen (inkomende overnames) of dat het per saldo juist de Nederlandse bedrijven zijn die buitenlandse ondernemingen overnemen (uitgaande overnames). Om deze discussie van feiten te voorzien, wordt gekeken naar de totale transactiewaarde van de inkomende en uitgaande overnames van en door Nederlandse ondernemingen.

DATA

Voor een analyse van de Nederlandse situatie zijn in de Thomson SDC-database alle (per medio januari 2014) afgeronde fusies en overnames geselecteerd waarbij een Nederlandse onderneming is betrokken, een transactiewaarde is gerap-

porteerd, en de aankondiging van de overname plaatsvond in de periode 1989–2013. Naast volledige overnames zijn ook deelnemingen geselecteerd waarbij de overnemer minder dan honderd procent van de aandelen aanschafte. In lijn met de literatuur worden vastgoedtransacties, nationalisering en interne reorganisaties (hier is de overnemende partij gelijk aan de overgenomen partij) uitgesloten.

Het begrip ‘Nederlands bedrijf’ kan op verschillende manieren worden gedefinieerd. 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 en die in die hoedanigheid een beperkte relevantie voor de Nederlandse economie hebben. Temeer omdat beeldbepalende overnames vaak grote, beursgenoteerde bedrijven betreffen, zijn tevens Nederlandse bedrijven in enge zin gedefinieerd. Hierbij moet worden voldaan aan het criterium dat zowel het bedrijf, de moedermaatschappij als de primaire beursnotering in Nederland is gevestigd. De informatie over de primaire notering is aangevuld met gegevens van Datastream, omdat SDC hier soms incompleet was. De tegenpartij in een transactie wordt gezien als buitenlands wanneer het betreffende bedrijf of de moedermaatschappij ervan niet in Nederland zijn gevestigd.

RESULTATEN

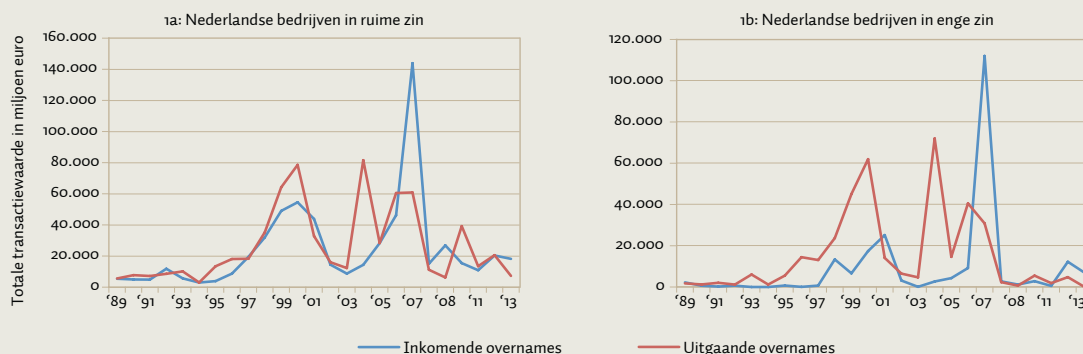
In figuur 1 wordt het verloop van grensoverschrijdende overnames door de tijd heen weergegeven. Hier worden de gesommeerde transactiewaarden per jaar geschetst. De gerapporteerde bedragen zijn gecorrigeerd voor Nederlandse inflatie waarbij 2013 als indexjaar is gebruikt. Alle bedragen staan dus vermeld in euro’s van 2013. In figuur 1a staan de overnames waar Nederlandse bedrijven in ruime zin bij betrokken zijn en figuur 1b illustreert dat voor Nederlandse bedrijven in enge zin. De vijfde en zesde overnamegolf (respectievelijk in de periode 1993–2000 en 2003–2007, zie Alexandridis *et al.*, 2012) zijn duidelijk te onderscheiden in beide figuren. Verder valt het jaar 2007 op: dit is het jaar waarin ABN Amro werd 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. Beide figuren laten zien dat de waarde van de uitgaande overnames doorgaans hoger is dan de waarde van inkomende overnames.

Tabel 1 illustreert de figuur in cijfers. In totaal is er 1.527

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Transactiewaarde inkomende en uitgaande overnames, in euro's van 2013

FIGUUR 1



Bron: Thomson SDC; Datastream

keer een belang genomen in Nederlandse bedrijven door een buitenlandse entiteit (waarvan het 1.092 keer een volledige overname betrof). De gemiddelde waarde van een dergelijke deal bedroeg 399 miljoen euro. Wanneer alleen wordt gekeken naar Nederlandse bedrijven in enge zin, dan hebben er 126 (soms gedeeltelijke) acquisities plaatsgevonden met een gemiddelde transactiewaarde van ongeveer 1,8 miljard euro.

De hogere gemiddelde transactiewaarde van inkomende overnames in enge zin kan worden verklaard door het feit dat hier alleen Nederlandse beursgenoteerde – dus relatief grote – bedrijven bij zijn betrokken.

Nederlandse bedrijven zelf nemen gemiddeld voor een hogere waarde bedrijven over. In de steekproef zitten 1.989 overnames van buitenlandse bedrijven door een Nederlandse overnemer, met een gemiddelde waarde van 332 miljoen euro. Door Nederlandse bedrijven in enge zin zijn in totaal 628 buitenlandse acquisities gepleegd. De gemiddelde waarde van die acquisities lag met 599 miljoen euro beduidend hoger.

De jaarlijkse gemiddelde waarde van uitgaande overnames bedroeg 26,4 miljard euro tegen 24,4 voor inkomende overnames. Wanneer alleen overnames worden bestudeerd waarbij Nederlandse bedrijven in enge zin zijn betrokken, bedraagt de gemiddelde jaarlijkse waarde 15,0 miljard euro tegen 9,0 miljard voor inkomende overnames. De rechterkolom van tabel 1 toont de geaggregeerde cijfers. Het is duidelijk te zien dat Nederlandse bedrijven voor een hogere totale waarde buitenlandse bedrijven overnamen dan andersom: Nederlandse bedrijven hebben buitenlandse overnames gepleegd ter waarde van 660 miljard euro terwijl buitenlandse partijen voor 610 miljard euro in Nederlandse bedrijven hebben geïnvesteerd. Voor Nederlandse bedrijven in enge zin liggen de waarden bij definitie lager. Het verschil is hier echter zelfs groter: 376 miljard euro uitgaande overnames om 'slechts' 226 miljard inkomende overnames. De belangrijkste reden voor het feit dat de totale transactiewaarde van uitgaande overnames groter is dan die van inkomende overnames, is dat Nederlandse bedrijven een groter aantal overnames plegen van buitenlandse entiteiten dan andersom. Dit verschil in aantal transacties is groot genoeg om te compenseren voor het feit dat de uitgaande acquisities gemiddeld gezien minder groot zijn dan inkomende.

CONCLUSIE

Het beeld dat het Nederlandse bedrijfsleven steeds meer in handen komt van het buitenland, strookt niet met de werkelijkheid. Onafhankelijk van de definitie van een Nederlands bedrijf kan worden geconcludeerd dat Nederlandse bedrijven gedurende de afgelopen 25 jaar voor een hogere waarde buitenlandse bedrijven hebben geacquireerd dan dat het buitenland in Nederland heeft overgenomen.

Inkomende en uitgaande overnames, 1988–2012

TABEL 1

		Aantal transacties	Gemiddelde waarde per transactie (miljoen euro) ¹	Gemiddelde waarde per jaar (miljard euro) ¹	Totale waarde (miljard euro) ¹
Inkomende overnames	In ruime zin	1.527	399	24,4	610
	In enge zin	126	1.791	9,0	226
Uitgaande overnames	In ruime zin	1.989	332	26,4	660
	In enge zin	628	599	15,0	376

¹ In euro's van 2013

Bron: Thomson SDC; Datastream

LITERATUUR

Alexandridis, G., C.F. Mavrovitis en N.G. Travlos (2012) How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663–688.

Brigham, E. en M. Ehrhardt (2013) *Financial management: theory and practice*. Fort Worth: Harcourt College Publishers.

De Telegraaf (2007) Angst om uitmelken bedrijven. *De Telegraaf*, 27 februari.

De Volkskrant (2013) Is KPN nog Oranje gekleurd? *De Volkskrant*, 14 augustus.

Mukherjee, T.K., H. Kiyamaz en H.K. Baker (2004) Merger motives and target valuation: a survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 7–24.

Powell, R.G. (1997) Modelling takeover likelihood. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 24(7-8), 1009–1030.

Rossi, S. en P.F. Volpin (2004) Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 277–304.

Tamminga, M. (2009) *Uitverkoop van Nederland: hoe een ondernemend land geveild werd*. Amsterdam: Prometheus.

Trouw (2008) *Nederlandse bedrijven in de uitverkoop*. *Trouw*, 6 januari.