

Hogere premie bij buitenlandse koper

Overname door niet-Nederlandse partij levert aandeelhouders meer op dan binnenlandse deal

Jeroen Bos
Amsterdam

Met de ophanden zijnde overname van kabelaar Ziggo door het Amerikaanse Liberty Global, laait de discussie over de vermeende leegverkoop van de BV Nederland weer op. Maar dat is onzin, bleek eerder al uit onderzoek van econoom Dirk Gerritsen (Universiteit Utrecht). Nederlandse bedrijven kopen meer in het buitenland dan omgekeerd. In een aanvullend onderzoek laat Gerritsen nu zien dat voor aandeelhouders een overname door een buitenlandse partij valt te prefereren boven een verkoop aan een Nederlands bedrijf.

Als er iemand aan de poort ramelt, kan het dus beter een buitenlander zijn. Die betaalt volgens Gerritsen gemiddeld een premie van 44,6% op de koers van het aandeel vier weken voor het officiële bod. 'Nederlandse overnemers betalen gemiddeld een premie van 26,4%', vertelt Gerritsen, wiens onderzoek deze week in VBA Journaal verschijnt. 'Ik ben uitgegaan van de aandelenkoers vier weken voor de eerste aankondiging van een bod. Die marge heb ik genomen omdat je de koers in de weken voor een bod vaak al ziet oplopen.'

De econoom bekeek 137 gehele en gedeeltelijke overnames van Nederlandse bedrijven in de periode van 1989 tot en met 2013. Daarvan werden 69 overnames gedaan door buitenlandse kopers en 68 door Nederlandse ondernemingen. Om de overnames zo goed mogelijk te kunnen vergelijken heeft Gerritsen voor een aantal factoren moeten corrigeren, zoals de grootte van het over te nemen bedrijf, het aantal bieders, het aandelenbelang van de overnemer voor de aangekondigde deelneming, de betaling van de deal (in cash of aandelen) en de houding van de overnemer (vijandig of niet).

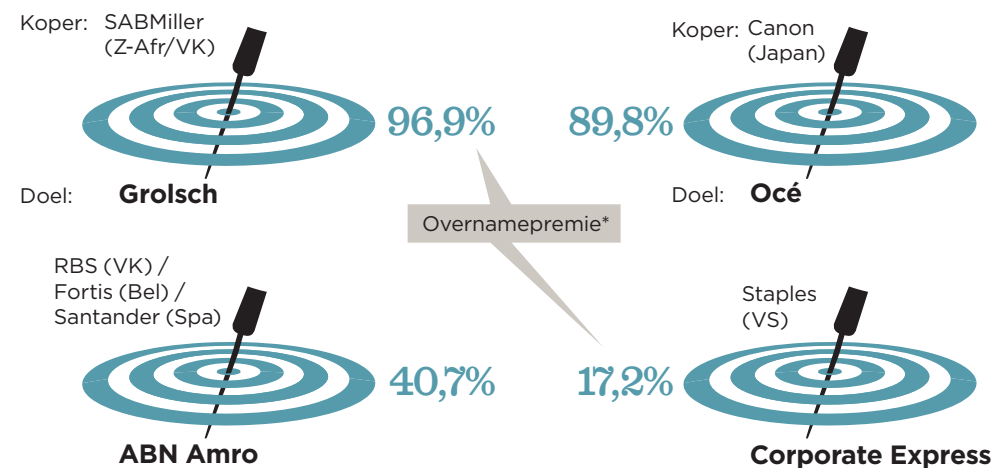
Ook wanneer er gecorrigeerd wordt voor al die factoren blijken buitenlandse kopers een hogere premie te betalen. Maar waarom? Gerritsen: 'Zij denken bij een overname over de grens grotere synergievoordelen te kunnen behalen, bijvoorbeeld om zo gebruik te kunnen gaan maken van een netwerk dat er al ligt. Ook wordt het gezien als een goede manier om toegang te krijgen tot een buitenlandse markt.'

Maar niets menselijks is be-

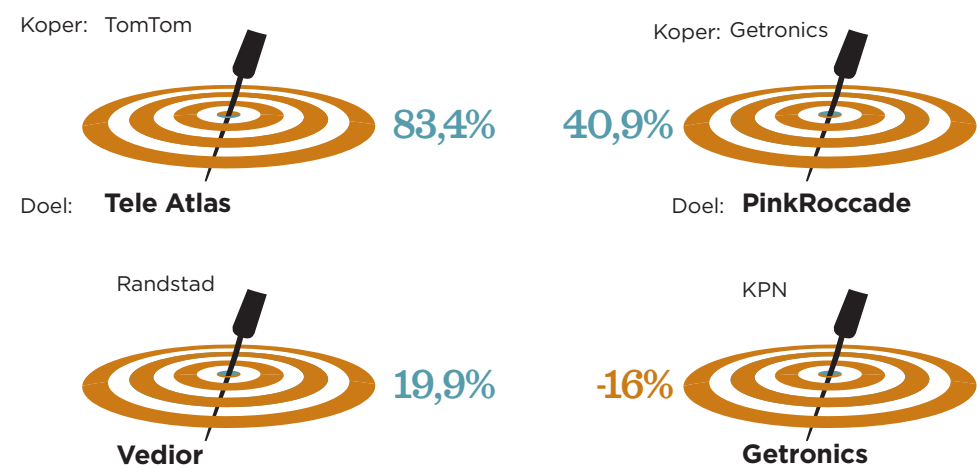
Jager en prooi

Overnames van Nederlandse bedrijven door binnen- en buitenlandse partijen

Koper is een buitenlandse partij



Koper komt van Nederlandse bodem



*Premie boven op de aandelenkoers van vier weken voor het bod. Bron: Dirk Gerritsen

Voordelen
Premies vallen hoger uit bij verwachte synergie

Factoren
Overname in buitenland geeft prestige en vaak hoger salaris

stuurders vreemd. 'Het kan ook zijn dat het management het gewoon gaaf vindt om een overname in het buitenland te doen', zegt Gerritsen. 'Het geeft prestige en uitbreiding van hun rijk betekent vaak ook een hoger salaris voor de bestuurders.' Aandeelhouders van de overnemende partij moeten daarop bedacht zijn. 'Je ziet dat er vaker een hogere premie wordt betaald wanneer het aandelenbezit van het overnemende bedrijf heel verspreid is. Dan kunnen aandeelhouders minder makkelijk een vuist maken richting het bestuur.'

Voorbeelden van buitenlandse bedrijven die een relatief hoge premie betaalden zijn bierbrouwer SABMiller, die in 2007 Grolsch overnam, en het Japanse Canon dat in 2009 printermaker Océ inlijfde. Zij betaalden premies van respectievelijk 96% en 89%. Royal Bank of Scotland, Fortis en Santander betaalden bij hun omstreden overname van ABN Amro in 2007 een premie van 40,7%. Dat is minder dan de gemiddelde overnamepremie door buitenlanders.

Bedrijven met grotere koersfluctuaties (gemeten door dagelijkse

Overnames Premies

→ **Buitenlandse** bedrijven betalen gemiddeld een premie van 44% bij een overname.

→ **Nederlandse** bedrijven betalen bij een binnenlandse overname slechts een premie van 26%.

→ **Voor** aandeelhouders is een hogere premie gunstig, voor werknemers pakt het vaak minder gelukkig uit.

standaarddeviatie) lijken een hogere overnamepremie te ontvangen. Ook is het zo dat premies hoger zijn wanneer de beurs crasht en dat er op het hoogtepunt van de markt minder premie wordt betaald. 'Dat komt doordat bedrijven vaak boven de hoogste koers van de afgelopen 52 weken moeten bieden.'

Een hoge premie is mooi voor de aandeelhouders van de overnameprooi. Maar Gerritsen plaatst vraagtekens bij het lot van de werknemers. Hij legt uit dat hogere premies economisch gezien slechts gerechtvaardigd zijn bij een hoog verwacht rendement op de overname. Dit kan bijvoorbeeld wanneer een overnemer de eventuele betere bestuurspraktijken uit eigen land toepast op de overgenomen onderneming waardoor deze in waarde toeneemt. 'Maar deze verklaring voor een hoge premie bij buitenlandse overnames ligt in Nederland niet voor de hand', meent Gerritsen. 'Nederland staat al hoog op corporate governance rankings.'

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. 'De hoogte van de premie kan van invloed zijn op de werkgelegenheid', aldus Gerritsen. 'Uit ander onderzoek blijkt dat de gecombineerde werkgelegenheid daalt.' Het maakt daarbij niet uit of de hoge premie wordt betaald door een binnenlandse of buitenlandse partij. 'Maar naar de effecten voor andere belanghebbenden zoals werknemers moet nog meer onderzoek worden verricht', aldus Gerritsen.

