

# De volgende fusie- en overnamegolf

Fusies en overnames komen in golven. Deze golven worden gekenmerkt door een specifieke tijdsafhankelijke thematiek en de mogelijkheden tot het behalen van geldelijk gewin voor ondernemingen. De enorme reserves aan buitenlandse valuta die China heeft opgebouwd in de afgelopen twee decennia kunnen bepalend zijn voor de volgende wereldwijde fusie- en overnamegolf.

**O**ndanks een hoger bod dan het Italiaanse Prysmian heeft het Chinese bedrijf Xinmao in januari 2011 de overnamestrijd om de Amsterdamse kabelfabrikant Draka verloren. In tegenstelling tot Xinmao is het de Chinese fabrikant van auto-onderdelen BHAP uit Peking deze zomer echter wél gelukt om een Nederlandse onderneming over te nemen, in dit geval zonnedakfabrikant Inalfa uit Venray. Beide voorbeelden zijn kenmerkend voor de toenemende interesse van Chinese ondernemingen voor het realiseren van internationale overnames. De enorme hoeveelheid aan liquiditeiten die op dit moment in China aanwezig is, zal naar verwachting deels worden gematerialiseerd door middel van fusies en overnames in het buitenland. Gegeven de ophef in Nederland die is ontstaan rondom het overnameproces van Draka en de angst die wereldwijd heerst voor de recente agressieve internationale expansiestrategie van Chinese ondernemingen (The Economist, 2011) is het legitiem om de vraag te stellen in welke mate deze gebeurtenissen incidenteel zijn of dat er in de nabije toekomst nieuwe Chinese fusies en overnames kunnen worden verwacht.

## Fusie- en overnamegolven

Fusies en overnames komen in golven. Empirisch onderzoek heeft aangetoond dat er in het verleden meerdere golven hebben plaatsgevonden, waarbij de belangrijkste kenmerken van iedere golf zijn geïdentificeerd (Martynova en Renneboog, 2008). Zo betrof de eerste golf aan het einde van de negentiende eeuw de consolidatie van ondernemingen die dezelfde producten verkochten in de markt, zogenoemde horizontale fusies en overnames. Het belangrijkste voordeel van horizontale consolidatie is de grotere schaal en de daarmee gepaard gaande vergroting van de marktmacht van de onderneming. Bekende voorbeelden zijn Standard Oil – nu bekend als ESSO – en US Steel. Als reactie op deze groeiende marktconcentratie werden de eerste mededingingswetten aangenomen en kwam de golf tot een einde. De daarop volgende golf in de jaren

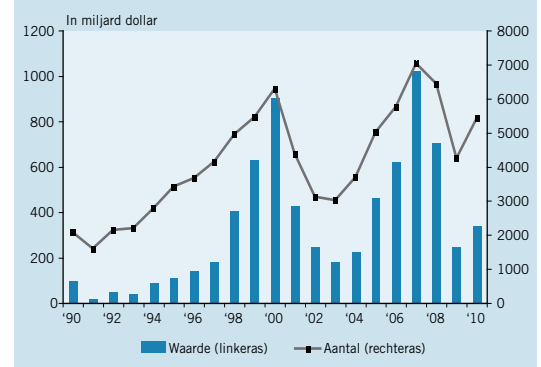
twintig was voornamelijk tussen ondernemingen die verschillende posities innamen binnen de verticale keten. Een belangrijk voordeel van dergelijke verticale consolidatie is de mogelijkheid van coördinatie tussen de twee ondernemingen. Deze golf van verticale fusies en overnames, met als bekendste voorbeeld de verregaande verticale integratie van AT&T, eindigde met de beurskrach van 1929. De derde golf in de jaren zestig leidde tot conglomeraten die ontstonden als gevolg van een strengere mededingingswetgeving en de aanzienlijke kasvoorraden van zeer winstgevende ondernemingen. De groei van de ondernemingen was vooral goed voor de manager die meer ging verdienen na de fusie. Veel conglomeraten waren echter te onsamenhangend en presteerden op de lange termijn ondermaats ten opzichte van niet gefuseerde ondernemingen, voornamelijk door dalende aandelenkoersen en in vele gevallen ook door een verslechtering van de operationele winstgevendheid. In de vierde golf van de jaren tachtig werden vooral veel beursgenoteerde ondernemingen opgekocht door private-equitybedrijven. Slecht presterende ondernemingen werden, vaak tegen de zin van deze ondernemingen in, veelal met geleend geld gekocht, geherstructureerd en uiteindelijk met winst doorverkocht. De vijfde golf van midden jaren negentig tot eind 2001 betrof fusies tussen ondernemingen uit gerelateerde industrieën die vaker werden ingegeven door een langetermijnoverweging. Geleend geld speelde een minder grote rol en de fusie vond over het algemeen plaats met instemming van beide ondernemingen. De zesde en laatste golf begon eind 2003, twee jaar na het knappen van de internetzeepbel. Lage rentestanden en opgebouwde kasreserves na een korte periode van kostenbesparing

**BAS KARREMAN**  
Universitair docent aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

**ENRICO PENNING**  
Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

Figuur 1

Internationale fusies en overnames wereldwijd, 1990–2010.



Bron: UNCTAD

zorgden voor een toenemende beschikbaarheid van goedkoop krediet. Na een wereldwijde consolidatiepiek in 2007 kwam er een abrupt einde aan deze zesde golf, nadat managers en investeerders het vertrouwen verloren in de financiële markten, wat uiteindelijk heeft geleid tot de financiële crisis van 2008. In figuur 1 is op basis van de aantallen en de waarden van de wereldwijde fusies en overnames weergegeven hoe de vijfde en zesde fusiegolf door de tijd zijn verlopen. In lijn met de definitiebepalingen van UNCTAD (2011) betreffen de data alleen die netto transacties waar meer dan tien procent van het aandelenkapitaal van de in het buitenland gevestigde onderneming wordt overgenomen.

## De volgende golf

Wat kan er nu worden geleerd van eerdere fusiegolven? Zijn er bepaalde overeenkomsten die het mogelijk maken om een volgende golf te voorspellen? Harford (2005) concludeert dat fusiegolven plaatsvinden doordat bedrijven zich reorganiseren als een reactie op specifieke schokken op industriële niveau. Deze schokken kunnen zowel technologisch, economisch als regelgevend van aard zijn. Dit betekent dat de specifieke tijdsafhankelijke thematiek gerelateerd is aan de schokken die de ontwikkeling van fusiegolven initiëren. Zo is marktconcentratie aan het eind van de negentiende eeuw het resultaat van radicale veranderingen in technologie, innovatie in het industriële productieproces en economische expansie; de diversificatiegolf die plaatsvond na de Tweede Wereldoorlog kan worden gezien als een reactie op het aanscherpen van de mededingingswetgeving; en de opkomst in de jaren tachtig van bedrijven die met geleend geld beursgenoteerde ondernemingen opkopen is het resultaat van de deregulering van de financiële sector en van de creatie van nieuwe financiële instrumenten en markten (Martynova en Renneboog, 2008). Het probleem is dat schokken op industriële niveau unieke omstandigheden weergeven en derhalve niet voorspelbaar zijn. Het is echter wel mogelijk om op basis van huidige technologische, economische en regelgevende ontwikkelingen een indicatie te geven welke factoren van belang kunnen zijn voor de toekomst. Door de wereldwijde deregulering en de toegenomen internationale integratie van financiële systemen en productieketens kan er bijvoorbeeld worden gesteld dat globalisering nu een van de belangrijkste thema's is. Gezien de nog beperkte wereldwijde integratie van opkomende markten als Brazilië, Rusland, India en China zal verdere globalisering ook een belangrijk thema blijven voor de toekomst. Daarnaast is er sprake van verschuivende geopolitieke en economische verhoudingen, wat al enigszins bleek uit de zesde fusie- en overnamegolf. Waar de eerste golven zich enkel voordeden in de Verenigde Staten, betroffen de vierde en vijfde golf ook Europa. Uit figuur 2 blijkt dat er in de zesde golf een toenemende rol was weggelegd voor Azië en

**Bijna zeventig procent van de buitenlandse valuta-reserves bevindt zich in Azië, waarvan ruim veertig procent in China**

dat, relatief gezien, het aantal internationale fusies en overnames door Aziatische ondernemingen gestaag toeneemt over de tijd. Behalve de door schokken ingegeven tijdsafhankelijke thematiek is er een tweede, meer generieke en voorspelbare overeenkomst. Er moet namelijk voldoende kapitaal beschikbaar moet zijn voor bedrijven om de transacties te accommoderen (Harford, 2005), zodat er werkelijk direct geld te verdienen is met het aangaan

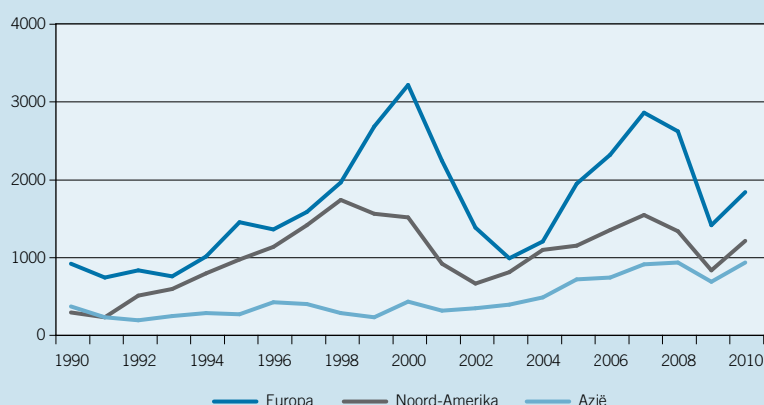
van een fusie of overname. Op dit moment is het systeem van financieel toezicht in Europa en de Verenigde Staten vrij goed, zodat het moeilijk is voor managers om een fusie of overname na te streven in het eigen belang. Tegelijkertijd is er strenge wetgeving die de consolidatie tussen ondernemingen met een aanzienlijk marktaandeel in een bepaald geografisch gebied vrijwel onmogelijk maakt. Dergelijke restricties zijn over het algemeen minder relevant in de Aziatische context, omdat ondernemingen uit Azië relatief kleine marktaandelen hebben in westerse markten. Daarnaast zijn de buitenlandse valuta-reserves van Aziatische landen en bedrijven op het moment zeer groot: bijna zeventig procent van de buitenlandse valuta-reserves bevindt zich in Azië, waarvan ruim veertig procent in China (UNCTAD, 2011). Gegeven het feit dat bedrijven met grote kasreserves vaker overgaan tot acquisitie (Harford, 1999) en dat internationale expansie kan leiden tot aanzienlijke baten in de vorm van nieuwe kennis en toegang tot nieuwe markten, is het aannemelijk om te stellen dat de volgende fusie- en overnamegolf voor een groot deel wordt gedreven door ondernemingen uit Azië, en dan met name uit China.

## Chinese fusies en overnames

Tot op heden wordt het enorme overschot aan buitenlandse valuta-reserves van China veelal gebruikt om de euro en de Amerikaanse dollar te steunen door het

Figuur 2

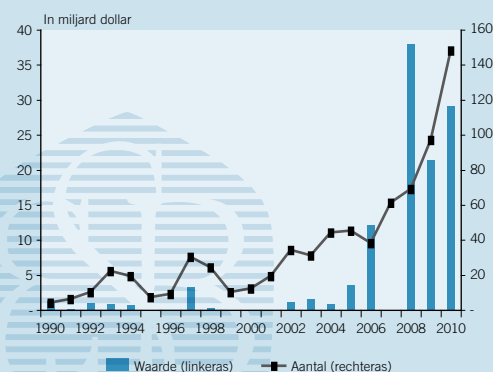
Aantal internationale fusies en overnames wereldwijd naar regio, 1990–2010.



Bron: UNCTAD

Figuur 3

Internationale fusies en overnames vanuit China, 1990–2010.



Bron: UNCTAD 1916

opkopen van staatsobligaties. Door de huidige problematiek met de staatsschuld en overheidsfinanciën in zowel Europa als de Verenigde Staten ontwikkelt de Chinese overheid echter plannen om geleidelijk minder te investeren in deze staatsobligaties. Als alternatief is het te verwachten dat een aanzienlijk deel van de buitenlandse reserves de komende jaren zal worden aangewend om bedrijven in de Verenigde Staten en Europa op te kopen. Dergelijk beleid sluit aan bij de internationale expansiestrategie van de Chinese overheid en de tendens van toenemende internationale fusie- en overnameactiviteiten door Chinese ondernemingen (figuur 3).

In het huidige vijfjarenplan waarin het economische beleid is geformuleerd voor de periode 2011–2015, streeft de Chinese overheid naar het moderniseren van het industriële systeem en de ontwikkeling van meer hoogwaardige producten en diensten. Essentieel in deze plannen is de versnelde implementatie van de *go global*-strategie, waarin Chinese ondernemingen in strategisch belangrijke sectoren als energie, grondstoffen, transport en high-tech worden aangemoedigd om internationaal te investeren en te acquireren (Wen, 2011). Om vermeende oneerlijke concurrentie tegen te gaan is het huidige beleid ook gericht op het verder openstellen van de Chinese markt voor buitenlandse investeerders. Deze plannen duiden op een voortzetting van voorgaand beleid, gezien de huidige verdeling van de fusies en overnames naar sector door Chinese ondernemingen in het buitenland, zoals is weergegeven in figuur 4. De huidige beleidsplannen van China zijn om meerdere redenen haalbaar. Het feit dat Chinese multinationals nog steeds voor het overgrote deel staatseigendom zijn, bevordert de directe implementatie van het overheidsbeleid. Zo zijn internationale investeringen vaak makkelijker te financieren en hebben Chinese multinationals normaliter geen tussenkomst van aandeelhouders en raden van commissarissen, omdat die laatste vaak bestaan uit overheidsfunctionarissen. Daarnaast zullen fusies en overnames in het buitenland ook geen problemen ondervinden van mededingingswetgeving, gezien de nog beperkte

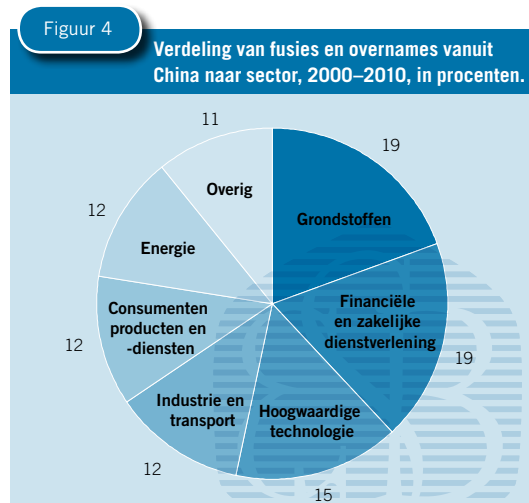
internationale belangen van Chinese multinationals. Voor veel Europese en Amerikaanse bedrijven die door de huidige economische onrust verlegen zitten om contanten voor verdere ontwikkeling, kan een dergelijke internationale expansiestrategie als geroepen komen. Het in Nederland bekendste voorbeeld is het noodlijdende Saab, dat reeds meerdere pogingen heeft ondernomen om een belang in de onderneming te verkopen aan Chinese investeerders als Hawtai en op het moment Pang Da en Youngmen. Daarnaast dient te worden opgemerkt dat een groot deel van de technologie- en energiebedrijven die voldoen aan de criteria van de Chinese overheid als potentieel aantrekkelijke overnamekandidaat, zich in Europa en de Verenigde Staten bevindt.

## Implicaties voor Nederland

Nederlandse fusie- en overnameprofessionals verwachten ook voor Nederlandse bedrijven een toenemende interesse vanuit Azië (PwC, 2010). Hierbij geldt dat energie, technologie en industriële producten zijn geïdentificeerd als interessante sectoren om in Nederland te investeren. Gegeven de kenmerken van het Chinese internationale expansiebeleid en de bijbehorende sectorvoorkeur is het dus zeer waarschijnlijk dat het Nederlandse bedrijfsleven in toenemende mate zal worden geconfronteerd met acquisitiepogingen door Chinese multinationals. In tegenstelling tot de Verenigde Staten en enkele Europese landen zoals Italië en Frankrijk (The Economist, 2011), is Nederland bovendien relatief aantrekkelijk vanwege de tolerante houding jegens Chinese multinationals. Afgezien van een beperkt aantal *greenfield*-investeringen (Brienen *et al.*, 2011), kan dit worden afgeleid uit de relatief grote totale investeringsstromen die Nederland reeds heeft ontvangen vanuit China in vergelijking met de rest van Europa (MOFCOM, 2010). Exemplarisch in deze context is de gang van zaken omtrent de overname van Draka door het Chinese Xinmao. Hierover werden Kamervragen gesteld wegens vermeende schade aan de Europese concurrentiepositie en het verlies van technologische kennis. Minister Verhagen van Economische Zaken heeft in zijn antwoord aangegeven dat het behouden van een open en aantrekkelijk vestigingsklimaat van essentieel belang is voor de dynamiek van de Nederlandse economie (Verhagen, 2010).

## Conclusie

Ondanks de talrijke voorbeelden van Chinese fusies en overnames wereldwijd zijn de bedragen die met deze transacties zijn gemoeid nog relatief klein. Toch is de reeds ingezette en nog te verwachten groei van de buitenlandse investeringen door Chinese multinationals zo groot dat over een aantal jaren waarschijnlijk kan worden gesproken van een nieuwe, zevende fusiegolf. Vanwege de interessante investeringsmogelijkheden, gecombineerd met een open en positieve houding voor buitenlandse acquisities, zal deze door China gedreven golf niet onopgemerkt aan Nederland voorbijgaan.



Bron: UNCTAD; Thomson One Banker DS 1916

## LITERATUUR

- Brienen, M.J., M.J. Burger en B. Karreman (2011) Chinese investeringen in Europa en Nederland. *ESB*, 96(4603), 74-76.
- Harford, J. (1999) Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54(6), 1969–1997.
- Harford, J. (2005) What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529–560.
- Martynova, M. en L. Renneboog (2008) A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, 32(10), 2148–2177.
- MOFCOM (2010) 2009 Statistical bulletin of China's outward FDI. Peking: Ministry of Commerce.
- PwC (2010) *Fusie- en overnamebarometer Nederland*. Amsterdam: Pricewaterhouse Coopers.
- The Economist (2011) Streaks of red. *The Economist*, 400(8740), 52–54.
- UNCTAD (2011) *World investment report 2011: non-equity modes of international production and development*. New York: United Nations.
- Verhagen, M. (2010) *Vragen over Draka*. Kamerstuk, 24 december.
- Wen, J. (2011) *Report on the work of the government*. Peking: Xinhua.