

Is 2011 het begin van een nieuwe overnamegolf?

Patrick Wijffelman

Na de kredietcrisis is het aantal fusies en overnames flink gedaald. Voorspellingen over ontwikkeling en vooruitzichten voor de fusie- en overnamemarkt bleken in de periode 2008-2010 vaak onjuist. In 2011 zijn er opnieuw signalen dat deze markt aantrekt. Kunnen we de voorspellingen nu wel geloven?

In de jaren na de kredietcrisis van 2007 is het aantal fusies- en overnames tot een absoluut dieptepunt gedaald. Vanaf 2009 zijn de eerste geluiden in de markt te horen dat de fusie- en overnamemarkt zich herstelt. Het marktherstel bleek echter broos en de economische omstandigheden te onzeker. Het verwachte herstel van de fusie- en overnamemarkt bleef uit. Het is voor economen lastig te voorspellen

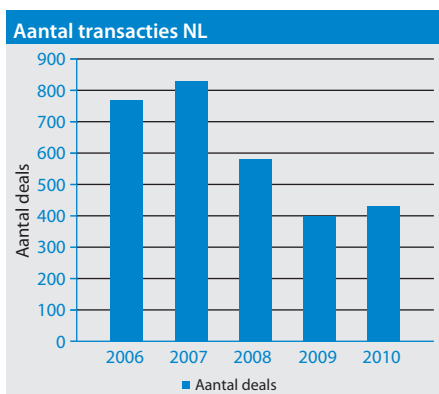
wanneer er een overnamegolf voor de deur staat (Schenk, 2010). Inschattingen over de ontwikkelingen en vooruitzichten voor de fusie- en overnamemarkt bleken in de periode 2008-2010 veelal onjuist (Rehm en Silvertsen, 2010). In 2011 zijn er opnieuw signalen dat deze markt aantrekt. De vraag is of marktpartijen het dit keer wel bij het juiste eind hebben. Vooropstaat dat het herstel in de fusie- en overnamemarkt dit keer ondersteund wordt

door de eerste positieve ontwikkelingen in termen van het aantal transacties en de transactiewaarde wereldwijd en in Nederland. Daarnaast lijken de noodzakelijke basisvoorwaarden aanwezig. Bedrijven staan er beter voor, de geldverstrekking van banken neemt toe en zowel strategische partijen als participatiemaatschappijen melden zich aan het overnamefront. Kortom, de vraag is of 2011 het begin is van een nieuwe overnamegolf.

Hoe ontstaan fusie- en overnamegolven?

Onderzoek toont aan dat fusies en overnames vaak in golven plaatsvinden (Brealey e.a., 2008). Kortweg komt het erop neer dat een fusie- en overnamegolf plaatsvindt in tijden van hoogconjunctuur en vanuit historisch perspectief gezien hoge beurskoersen (Schenk, 2010). De opgaande economie heeft geleid tot een goedgevulde oorlogskas, vertrouwen in de economie, rooskleurige inschattingen van de economische groei en potentiële synergie-effecten in het bijzonder. Overnames zijn aan de orde van de dag. Een overnamegolf kan volgen als reactie op een gebeurtenis of schok in de markt, waardoor er fundamentele wijzigingen in de markt optreden (Becher, Mulherin en Walckling, 2008). Wijzigende overheidsregelgeving of technologische ontwikkelingen zijn hier voorbeelden van. De schok zorgt ervoor dat de markt fundamenteel verandert. Zo kunnen privatiseringen leiden tot koop en verkoop van bedrijven en kunnen technologische ontwikkelingen zorgen voor meer dynamiek in de markt.

De overnamehausse wordt versterkt door de overwaardering van specifieke aandelen en stijgende prijzen in de markt (Rhodes-Kropf en Viswanathan, 2004). Ondernemingen met relatief hoge waarderingen kunnen goedkoop concurrenten inkopen door aandelen uit te geven. Dit betekent dat in tijden van hoogconjunctuur bedrijven met een relatief



Figuur 1. Aantal transacties 2006-2010 (Overnamefusies.nl)

hogere waardering hun slag kunnen slaan. Er is nog een andere reden die de overnamehausse versterkt, namelijk dat bedrijven niet achter willen blijven als concurrenten overnames plegen (Schenk, 2010). Fusies en overnames zouden over het algemeen moeten worden ingegeven door strategische overwegingen, maar fusies en overnames steken elkaar ook aan. Als bestuursvoorzitter mag je de boot natuurlijk niet missen. In de economische hoogtijdagen moet je wel meedoen. In een neergaande economie verzwakt de economische groei, leidt onderbezetting tot inefficiënties en drukken financieringslasten relatief zwaarder op het resultaat van bedrijven. Bedrijven die te zwaar zijn gefinancierd worden, mede als gevolg van de overnames, als eerste getroffen. Banken trekken zich terug. Uiteindelijk leidt dit tot harde ingrepen, ontslagrondes, herstructureringen, maar ook tot het afstoten van verlieslatende onderdelen.

De ingrepen in de bedrijven zorgen voor betere resultaten en dit zwingelt de conjunctuur aan. De cyclus begint vervolgens van voor af aan. In de afgelopen honderd jaar hebben zes fusiegolven (1895-heden) plaatsgevonden (Schenk, 2009; Martynova en Renneboog, 2005):

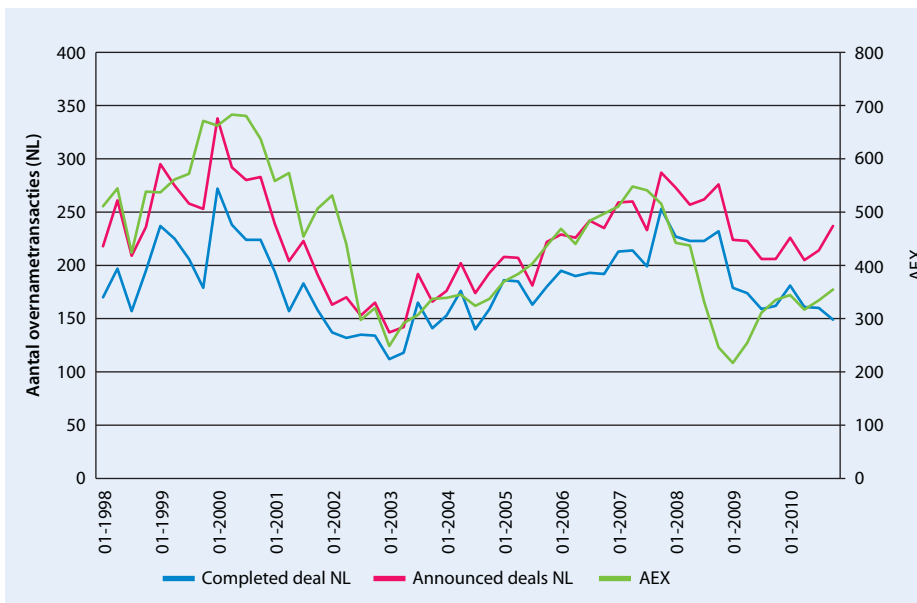
1. De eerste overnamegolf (1895-1904): de drijvende kracht achter de overnamegolf waren de technologische ontwikkelingen in de industriële wereld en de (prijz)voordelen die konden worden behaald door het samengaan van ondernemingen. De overnamegolf eindigde door de economische recessie begin 19^e eeuw.
2. In de tweede overnamegolf stonden vooral horizontale en verticale integratie in de bedrijfskolom centraal, evenals internationalisatie. De overnamegolf eindigde met de beurskrach in 1929.
3. De derde overnamegolf (1950-1970): de naoorlogse groei zorgde voor de derde overnamegolf. Inmiddels zijn de bedrijven volgroeid in hun thuismarkt, en groei wordt daarom gezocht in branchevreemde activiteiten. Bedrijven ontwikkelen zich tot conglomeraten.

4. De economische voorspoed en technologische ontwikkelingen liggen ten grondslag aan de vierde overnamegolf (1982-1989). Bedrijven richten zich steeds meer op het creëren van aandeelhouderswaarde en de venture capitalist doet zijn intrede. Deze golf werd gekenmerkt door de opkomst van de junk bonds, de leveraged buy-outs (LBO) en management buy-outs (MBO) met als hoogtepunt de overname van RJR Nabisco door KKR in de VS in 1984.
5. De vijfde overnamegolf startte in 1995 en werd gedreven door de internethausse. Koersen en het opbrengstpotentieel van de internetondernemingen liepen volledig uit de pas. Een nieuw begrip werd geïntroduceerd namelijk de 'burnrate' van een bedrijf, ofwel hoe snel het bedrijf zijn geld kon verbranden. De fusie- en overnamegolf eindigde abrupt toen de internetbel uiteenspatte in 2000.
6. De laatste overnamegolf startte in 2005 en richtte zich op meer stabiele en traditionele sectoren, de voedingsmiddelenindustrie, de farmaceutische sector, de grondstoffenindustrie en natuurlijk de financiële sector. De kredietcrisis van 2007 heeft een einde gemaakt aan deze fusie- en overnamegolf.

Is 2011 het begin van een nieuwe overnamegolf?

Uit het voorgaande komt een aantal elementen naar voren die van belang kunnen zijn voor het ontstaan van een overnamegolf. Wij onderscheiden de volgende elementen en aan de hand van deze punten beantwoorden we bovenstaande vraag:

- Marktontwikkelingen: zijn de marktontwikkelingen positief?
- Oorlogskas bedrijven: hebben bedrijven voldoende liquide middelen?
- Aansluiting vraag en aanbod: kunnen koper en verkoper elkaar vinden in de markt?
- Beschikbaarheid geld: kunnen de overnames worden gefinancierd?
- Investeringsmogelijkheden: zijn er voldoende interessante investeringsprojecten in de markt?



Figuur 2. Ontwikkelingen grotere en beursgenoteerde bedrijven (MBCF-analyse, database Thomson ONE Reuters)

Zijn de marktontwikkelingen positief?

Twee marktontwikkelingen wijzen op een herstel van de fusie- en overnamemarkt:

1. Aantal transacties neemt toe

Wereldwijd werden er in 2010 meer dan 21.000 transacties met een gezamenlijke transactiewaarde van meer dan \$ 1900 miljard aangekondigd. Hiermee steeg voor het eerst sinds 2007 het aantal transacties en de totale transactiewaarde in de markt. Het herstel zette zich vooral in de tweede helft van 2010 in. In 2010 steeg het transactievolume met 12% ten opzichte van het niveau in 2009. Ook waren er de eerste tekenen van herstel voor de private-equitymarkt (Bloomberg). Ook de Nederlandse overnamemarkt lijkt in het derde kwartaal 2010 om te buigen. De afname van het aantal fusies en overnames kwam tot stilstand. In 2010 zijn 441 transacties gesloten met een totale waarde van € 65 miljard. Hiermee zijn in 2010 37 deals meer gesloten dan in 2009. De totale waarde van de deals in 2010 ligt 48% hoger dan in 2009 (zie figuur 1).

Er is een omslag in de markt waar te nemen als we kijken naar het aantal aangekondigde transacties. Dit is een indicatie van de werkvoorraad

van nog te realiseren transacties in de komende periode. Het aantal aangekondigde transacties daalde in de periode 2007-2009 in lijn met de daling van de markt. In 2010 is dit omgebogen en is er een stijging van het aantal aankondigingen te zien; dit geeft een indicatie van toekomstige activiteit (zie figuur 2).

Figuur 2 geeft een beeld van de ontwikkelingen voor de grotere en beursgenoteerde bedrijven. In het algemeen kunnen we echter wel stellen dat overnames van beursgenoteerde bedrijven de toon zetten en worden gevolgd door private en familiebedrijven (Schenk, 2010). Kortom, het verwachte herstel wordt voor het eerst sinds jaren ondersteund door een toename van het aantal transacties.

Het aantal grensoverschrijdende deals op het totaal aantal deals is in de eerste drie kwartalen van 2010 en in de afgelopen drie jaar na-

De belangstelling komt niet alleen uit het Westen, maar ook uit het Oosten

genoeg gelijk gebleven en varieerde tussen de 63%-65% procent (Overfusies.nl). De fusie- en overnamemarkt blijft een internationale markt. Bedrijven uit de VS kopen de meeste Nederlandse bedrijven. Buitenlandse partijen kijken dan ook met belangstelling naar West-Europa en Nederland. De belangstelling komt niet alleen uit het Westen maar ook uit het Oosten. Als voorbeeld noemen we de interesse van het Chinese Xinmao in Draka.

2. Participatiemaatschappijen zijn terug in de markt

Het aantal transacties (en de transactiewaarde) met een participatiemaatschappij is in 2009 tot een absoluut dieptepunt gedaald (Bloomberg). Een van de redenen voor deze daling is het feit dat het de participatiemaatschappijen niet lukte om interessante investeringsmogelijkheden voor hun investeerders te identificeren en zeker niet tegen de juiste prijs. Vanaf eind 2009 is de activiteit weer toegenomen, mede doordat banken weer meer financiering voor leveraged buy-outs (LBO's) zijn gaan aanbieden. De eerste tekenen van herstel van de wereldwijde private-equitymarkt zijn er inmiddels (McKinsey Quarterly, 2011).

Het herstel is ook terug te vinden in Nederland. In 2010 zijn de participatiemaatschappijen op zoek gegaan naar investeringsmogelijkheden voor hun ongebruikte fondsmiddelen (Bloomberg). Vooropstaat dat participatiemaatschappijen de afgelopen jaren een recordbedrag aan geld hebben opgehaald en hiervan slechts een deel in 2010 is geïnvesteerd. In 2010 overtreft het aantal transacties in Nederland door een participatiemaatschappij het marktgemiddelde. In 2010 werden er 26% meer transacties gesloten dan in 2009. Ook steeg de totale waarde met 200% (Overfusies.nl). Vooral de mid-markettransacties zijn aangetrokken en het aantal management buy-outs is toegenomen (NVP telefoongesprek). Kortom, participatiemaatschappijen melden zich weer aan het overnamefront.

Het gebrek aan investeringsmogelijkheden, de verminderde financieringsmogelijkheden

(vergeleken met de jaren voor de crisis) zorgen ervoor dat de markt fundamenteel anders is en uitdagend blijft. Wij zijn van mening dat het algemene sentiment aangeeft dat de creativiteit in de markt weer terug is en dat er meer investeringen door participatiemaatschappijen zullen worden gedaan.

Hebben bedrijven voldoende liquide middelen?

Bedrijven hebben zich de afgelopen jaren gericht op interne zaken. De fusie- en overnameactiviteiten werden stilgelegd en overnames bleven veelal beperkt tot het afstoten van niet-kernactiviteiten door de grotere concerns en gedwongen verkopen. Door de niet-kernactiviteiten af te stoten, konden de grotere concerns de portefeuille van activiteiten herstructureren en de financieringsstructuur op orde brengen. Deelnemingen, en de daaraan verbonden goodwill, die in hoogtijdagen zijn gekocht, werden afgewaardeerd. Op dit moment bouwen de bedrijven reserves op en blijven op het geld zitten. De oorlogskas kan (straks) worden gebruikt voor overnames. Nu de netto schuldpositie is teruggebracht kan er weer naar buiten worden gekeken. De oorlogskas is gevuld (of wordt nog opgebouwd) en kan (straks) worden gebruikt voor nieuwe overnames. Hoewel we aan de vooravond staan van herstel, leert een rondgang onder M&A-specialisten dat bedrijven de schuldposities on-

voldoende hebben teruggebracht voor een overnamehousse in 2011 (PwC, 2011).

Kunnen koper en verkoper elkaar vinden in de markt?

Gedurende de kredietcrisis is de overnamemarkt omgeslagen van een verkopersmarkt naar een kopersmarkt. Het verschil in prijsvisie tussen koper en verkoper nam toe. Transacties gingen niet door omdat de verwachtingen van koper en verkoper te veel uit elkaar liepen. Oorzaken van het uitblijven van overnames als gevolg van een verschil in prijsvisie tussen koper en verkoper zijn onder meer de onzekerheid in de markt en de dalende prijzen.

De onzekerheid in de markt is een belangrijke oorzaak voor het uitblijven van fusies en overnames. Onzekerheid leidt steeds meer tot een verschil in prijsvisie tussen koper en verkoper. In de theorie wordt dit de *value perception* genoemd (Evans en Bishop, 2001). De onzekerheid over de toekomst is de afgelopen jaren ook terug te zien in de aandelenmarkten. De afgelopen jaren was de volatiliteit van de aandelenmarkt nog nooit zo hoog. In 2010 is er echter sprake van een ommekeer en neemt de volatiliteit af.

Een andere belangrijke voorwaarde voor een overnamegolf is het herstel van het prijsniveau in de markt. De aandelenkoersen op de

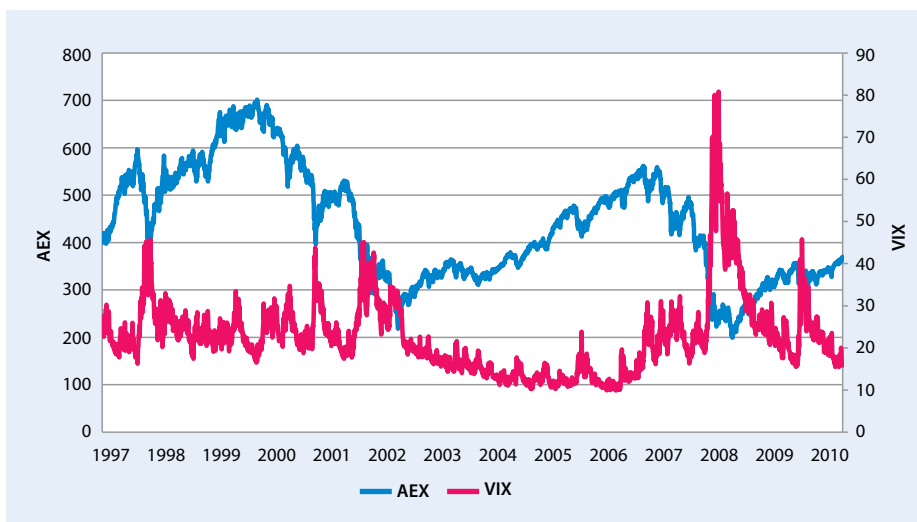
aandelenbeurs zijn het afgelopen jaar aanzienlijk gestegen en koers-winstverhoudingen zijn toegenomen. De activiteit op de beurs neemt toe. Kanttekening is wel dat het herstel nog lang niet terug is op het niveau van voor de crisis. Daarnaast lijken verkopers en kopers inmiddels wat realistischer te worden in de prijsstelling, wat zorgt voor een betere aansluiting tussen vraag en aanbod.

Kunnen overnames worden gefinancierd?

Het financieringslandschap is de afgelopen jaren drastisch veranderd. Door de financiële crisis is de kredietverlening nagenoeg stil komen te liggen. Banken moeten hun kapitaalbuffers ophogen en krijgen te maken met de aangescherpte regelgeving van Basel III, die ervoor moet zorgen dat het vertrouwen in de banken en de financiële sector weer toeneemt. Inmiddels zijn de leningenvolumes in West-Europa weer gestegen (Thomson ONE Reuters). De toegenomen activiteit van participatiemaatschappijen in 2010 heeft er verder voor gezorgd dat banken hun leningenvolume ten behoeve van LBO-financiering zagen verdubbelen ten opzichte van 2009 (Bloomberg). Echter, de leningenvolumes zijn nog niet terug op het niveau van voor de kredietcrisis. Ook is de leningscapaciteit drastisch verminderd. Zagen we voor de kredietcrisis nog 5x EBITDA gefinancierd worden, tegenwoordig blijft deze steken op ongeveer 3,5x. Doordat er veel minder mogelijkheden zijn om overnames met veel vreemd vermogen te financieren, is er in veel gevallen bij een overname sprake van een gat in de financieringsbehoefte dat moet worden gevuld. Dit kan er onder meer voor zorgen dat bij een transactie de verkoper een achtergestelde lening verstrekt of dat mezzanine financiering van een derde zal moeten worden verkregen. De huidige financieringsmarkt zorgt voor een natuurlijk plafond voor de prijs voor de koper omdat hij niet meer kan betalen.

Zijn er voldoende interessante investeringsprojecten in de markt?

Een belangrijke voorwaarde voor een overnamegolf is de aanwezigheid van aantrekkelijke investeringsmogelijkheden. Door de dalende



Figuur 3. Volatiliteit in de markt (VIX-index) en de AEX-index 1997-2010 (bron: Thomson ONE Reuters)

prijzen en de tegenvallende resultaten van ondernemingen zagen wij de afgelopen jaren een terughoudendheid op de overnamemarkt. Bedrijven worden steeds meer aantrekkelijke overnamekandidaten door de betere bedrijfsresultaten die het gevolg zijn van forse bezuinigingen. Navraag bij strategische partijen en investeerders leert ons dat de aantrekkelijke investeringsmogelijkheden nog niet terug zijn op het oude niveau. De verwachting is dat het in 2011 een uitdaging zal blijven om aantrekkelijke investeringen te vinden.

De omstandigheden worden wel beter:

- De betere bedrijfsresultaten, in combinatie met de toenemende beschikbaarheid van financiële middelen, maakt het voor participatiemaatschappijen weer mogelijk om hun rendementsdoelstellingen te behalen. Hiernaast zien we dat bedrijven grote kapitaalbuffers opbouwen in de nasleep van de financiële crisis. Deze ongebruikte middelen en het stilstaand kapitaal maken deze ondernemingen nu juist weer interessante overnamekandidaten voor participatiemaatschappijen.
- De opvolgingsproblematiek van de baby-boomgeneratie blijft een terugkerend thema in het overnamenieuws. Voor privé-ondernemingen en familiebedrijven was het door de dalende prijzen in de markt geen goed verkoopmoment. De directeur-grootheidhouder die kon wachten, ondanks de opvolgingsproblematiek die mogelijk speelde, deed dat ook. Nu de prijzen zich herstellen, verwachten wij meer overdrachten van privé-ondernemingen van deze babyboomgeneratie.

Conclusie

In de jaren na de kredietcrisis is het aantal fusies en overnames tot een absoluut dieptepunt gedaald. Vanaf 2009 zijn de eerste geluiden in de markt te horen dat de fusie- en overnamemarkt zich herstelt. Het marktherstel bleek echter broos en de economische omstandigheden te onzeker. Het verwachte herstel van de fusie- en overnamemarkt bleef uit.

Het is voor economen lastig om te voorspellen wanneer een overnamegolf voor de deur staat (Schenk, 2010). Inschattingen over de

ontwikkelingen en vooruitzichten voor de fusie- en overnamemarkt bleken in de periode 2008-2010 veelal onjuist (Rehm en Silvertsen, 2010). In 2011 zijn er wederom signalen dat de markt voor fusie- en overnames aantrekt. De vraag is of marktpartijen het dit keer wel bij het juiste eind hebben. Is 2011 het begin van een nieuwe overnamegolf?

In dit artikel beantwoorden wij deze vraag negatief. De overnamegolf zal naar verwachting plaatsvinden in tijden van hoogconjunctuur en daarvoor is het nu nog te vroeg. De omstandigheden in de fusie- en overnamemarkt geven wel aan dat de voorwaarden voor een herstel van de fusie- en overnamemarkt er wel degelijk zijn:

1. Marktontwikkelingen: de huidige marktontwikkelingen wijzen op een herstel van de fusie- en overnamemarkt: het aantal transacties neemt weer toe en participatiemaatschappijen melden zich aan het overnamefront.
2. Oorlogskas bedrijven: nu de netto schuldpositie van bedrijven is teruggebracht kan er weer naar buiten worden gekeken. De oorlogskas is gevuld (of wordt nog opgebouwd) en kan (straks) worden gebruikt voor nieuwe overnames. Hoewel we aan de vooravond staan van herstel, leert een rondgang onder M&A-specialisten dat bedrijven de schuldposities onvoldoende hebben teruggebracht voor een overnamehousse in 2011 (PwC).
3. Aansluiting tussen vraag en aanbod: de onzekerheid in de markt neemt af en de prijzen stijgen. Daarnaast lijken verkopers en kopers inmiddels wat realistischer te worden in de prijsstelling. Voorstaande zorgt voor betere aansluiting tussen vraag en aanbod.
4. Beschikbaarheid geld: nadat banken gedurende de kredietcrisis hun financieringsactiviteit tot een minimum hadden teruggebracht is de beschikbaarheid van geld toegenomen, ook voor de financiering van overnames. Kanttekening is wel dat het financieringsniveau van voor de crisis nog ver weg is en de leningscapaciteit voor een overname beperkt is, waardoor een gat in de financieringsbehoefte kan ontstaan.

5. Investeringsmogelijkheden: bedrijven worden steeds meer aantrekkelijke overnamekandidaten door de betere bedrijfsresultaten die het gevolg zijn van forse bezuinigingen. Navraag bij strategische partijen en investeerders leert ons dat de aantrekkelijke investeringsmogelijkheden nog niet terug zijn op het oude niveau. De verwachting is dat ook in 2011 het vinden van de aantrekkelijke investeringen een uitdaging zal blijven.

Marktrapportages

Bloomberg: *2011 M&A Outlook*.

McKinsey Quarterly, January 2011.

PwC: *Fusie & overnamebarometer 2011*.

Websites

www.nvp.nl

www.overfusies.nl

www.thomsonone.com

Literatuur

- Beches, D.A., H. Mulherin, R.A. Walkling, *Industry shocks and merger activity*, 2008.
- Brealey, R.A., S.C. Myers, F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 2008.
- Evans, F.C. en D.M. Bishop, *Valuation for M&A*, 2001, John Wiley & Sons Inc.
- Martynova, M. en L. Renneboog, 'What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?', *Journal of Corporate Finance*, vol. 15 (3), 2009.
- Rehm, W., C.B. Silvertsen, 'A Strong Foundation for M&A in 2010', *McKinsey on Finance*, Nr. 34, January 2010.
- Rhodes-Kropf, M., D.T. Robinson en S. Viswanathan, 'Valuation waves and merger activity: The empirical evidence', *Journal of Financial Economics*, vol. 77 (3), 2005.
- Schenk, H., Presentatie: Engineering the Future: Financialisering en risico, Utrecht 2009.
- Schenk, H., 'Succes overnames gering', *Financieel Management.nl*, 2010.
- Teeffelen, L. van, 'De 5 grootste misverstanden rondom M&A', *Financieel Management.nl*, 2010.

Drs. P. Wijffelman is senior consultant bij Mazars Berenschot Corporate Finance B.V. (MBCF). MBCF begeleidt ondernemers en corporates bij de koop en verkoop van ondernemingen, het financieren en het waarderen van ondernemingen.

patrick.wijffelman@mbcf.nl

 **Verdieping:** [Kluwermanagement.nl](http://www.kluwermanagement.nl)
artikelcode: 0177

In het basisartikel in de Management Executive Base wordt naast de beantwoording van de vraag of 2011 het begin is van een nieuwe overnamegolf, dieper ingegaan op de vraag of overnames succesvol zijn en wat de meest voorkomende valkuilen zijn bij een overname.