

Overnamepremie

Strategie voor bidders, aandeelhouders en management

Han Donker

SAMENVATTING De waardebeoordeling van een onderneming bij overnames is een vertrouwd terrein voor bedrijfseconomen. De prijsvorming bij overnames daarentegen staat veel minder in de belangstelling, maar is des te interessanter. Dit artikel beschrijft de motieven voor het betalen van overnamepremie en de strategie voor bidders, aandeelhouders en management van doelwitondernemingen bij de totstandkoming van de overnameprijs.

1 Inleiding

Overnames! Dat roept bij menigeen het beeld op van wildwesttaferelen, waarbij raiders het gemunt hebben op de aandelen van doelwitondernemingen, managers die zich verzetten tegen indringers of raiders die pogingen ondernemen om beschermingswallen te doorbreken. De Engelse terminologie in dit kader onderstreept het vijandige karakter: *takeover battle*, *poison-pills*, *white knights*, *targets*, *raiders*, *pac man defense*, et cetera.

De meest spraakmakende vijandige overnamepoging in Nederland was die van Elsevier op Kluwer eind jaren tachtig. Het management van Kluwer verzette zich toen tegen deze overname en wilde liever in zee met Wolters. Elsevier en Wolters boden tegen elkaar op in het gevecht om Kluwer. Na een spannende slotfase en na het tellen van de stemmen, bleek Wolters een krappe meerderheid van de aandelen te bezitten. Het management van Kluwer was opgelucht en Wolters en Kluwer gingen samen. Uiteindelijk betaalde Wolters een overnamepremie van maar liefst 50% ten opzichte van de aandelenkoers voordat de overname bekend werd. Dergelijke overnamepremie's zijn niet ongebruikelijk bij tenderbiedingen.

Dr. H.A. Donker RA is universitair hoofddocent bedrijfs-economie aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam.

In dit artikel zullen eerst enkele theorieën worden besproken die een mogelijke verklaring vormen voor de aanwezigheid van overnamepremie's (paragraaf 2). Vervolgens zal aandacht worden besteed aan de hoogte van de overnamepremie en de overnameprijs. Wat beïnvloedt nu vraag (bidders) en aanbod (aandeelhouders)? Aan de hand van de belangrijkste overname-modellen zal een antwoord worden gezocht op deze vragen (paragrafen 3 en 4). Ook zal daarbij de rol van het management van de doelwitonderneming onder de loep worden genomen (paragraaf 5).

2 Overnamepremie's

Uit empirische studies blijkt dat biedende ondernemingen forse overnamepremie's betalen voor doelwitondernemingen. Copeland en Weston (1988) constateren overnamepremie's van maar liefst 35% ten opzichte van de vigerende aandelenkoers¹. Donker (2001) komt met vergelijkbare percentages voor de Nederlandse situatie bij openbare biedingen².

Synergie

Zijn de hoogtes van deze overnamepremie's op enigerlei wijze te verklaren? Vanuit het gezichtspunt van de bidder wordt dikwijls het argument aangevoerd dat er (operationele) synergie³ aanwezig is, bijvoorbeeld in de vorm van schaalvoordelen. Hoewel een dergelijk argument plausibel klinkt, zijn sommige auteurs, onder wie Sirower (1997), sceptisch ten opzichte van de hoogte van de overnamepremie en de mogelijke synergie die te realiseren is.

'Hubris'-hypothese

Roll (1988) komt vanuit een heel andere invalshoek tot een mogelijke verklaring van de torenhoge overnamepremie's. Zijn verklaring wordt ook wel de hubris-hypothese genoemd. Managers belast met het

zoeken van potentiële overnamekandidaten genieten een zeker aanzien binnen de onderneming. Overnames zijn prestigieuze activiteiten en hebben ook de aandacht van de directie. Jonge managers met weinig ervaring en veel ambities zullen eerder het slachtoffer worden van zelfoverschatting en een te hoge premie betalen voor een doelwitonderneming. Roll stelt dat de doelwitonderneming door de markt juist wordt gewaardeerd. Echter, managers die de doelwitonderneming te laag waarderen, zullen er niet in slagen om de doelwitonderneming over te nemen. Alleen de bieder met de hoogste overnamepremie zal uiteindelijk een geslaagde overname realiseren. Met andere woorden, de managers die de doelwitonderneming het meeste overschatten, zullen het doelwit uiteindelijk kopen.

'Entrenchment'

Shleifer en Vishny (1989) veronderstellen dat managers van biedende ondernemingen hun aandeelhouders aan zich kunnen binden door 'management-specifieke' acquisities te plegen, dat wil zeggen acquisities die alleen door de zittende managers tot een waardevermeerdering leiden. Sommige managers beschikken over specifieke kennis, waardoor de waarde van de doelwitonderneming zal stijgen. Deze managers zijn bereid om een overnamepremie te betalen. Zij maken zichzelf moeilijk vervangbaar. De aandeelhouders van de biedende onderneming zijn dan min of meer uitgeleverd aan het zittende management. Hobbyisme is een verschijnsel dat ook in de top van de onderneming voorkomt. De manager koopt zijn zogenaamde 'love-baby' (zoals Jürgen Schrempp (DASA) ooit zijn aankoop van Fokker omschreef). Indien het met de aankoop misloopt, blijft het management dikwijls zitten met zo'n acquisitie. Directe verkoop, dat uit het gezichtspunt van de aandeelhouders het beste zou zijn, is meestal niet aan de orde. Het zittende management houdt te lang vast aan verliesgevend onderdelen, aangezien onmiddellijke verkoop gezichtsverlies zou betekenen voor de desbetreffende manager (Boot, 1992).

De beslissing tot verkoop van een dochteronderneming is in dit geval slecht nieuws, aangezien dit openbaar maakt dat er wellicht fouten zijn gemaakt in het verleden. De aankondiging tot de feitelijke verkoop is goed nieuws, aangezien er een koper is gevonden die de activa op een efficiëntere wijze kan exploiteren. Alexander, Benson en Kampmeyer (1984) constateren in hun empirische studie negatieve rendementen vlak voor de aankondiging van de verkoop van een dochteronderneming. De aankondi-

ging zelf laat positieve buitengewone rendementen zien. Met andere woorden de aankondiging van een *sell-off*⁴ zelf heeft een positieve uitstraling naar de markt.

Agentschapskosten, vrije kasstromen en 'managerialism'

Jensen (1986, 1988) komt met een alternatieve hypothese ten aanzien van overnameactiviteiten, welke berust op het conflict tussen managers en aandeelhouders. Managers en aandeelhouders hebben ieder een eigenbelang. Dit leidt tot serieuze conflicten tussen beide partijen over de ondernemingsstrategie. Dit belangenconflict leidt tot agentschapskosten, zoals de kosten verbonden aan het houden van toezicht op het management, het inhuren van accountants om de financiële cijfers te laten controleren en de invoering van beloningsmechanismen om managers te weerhouden van managementacties die afwijken van de belangen van investeerders.

Dit belangenconflict uit zich onder andere bij het wel of niet uitkeren van vrije kasstromen⁵ in de vorm van dividend. In plaats van vrije kasstromen uit te keren aan aandeelhouders, kunnen managers deze middelen gebruiken om hun macht te vergroten en de onderneming te laten expanderen door middel van acquisities. Onder het motto: 'big is beautiful'.

Dit argument is volgens Williamson (1964) en Mueller (1969) ingegeven door het feit dat de beloning van managers veelal is gekoppeld aan de grootte van de onderneming. Deze excessieve expansiedrift kan ertoe leiden dat de onderneming in korte tijd groeit ver boven het niveau dat de welvaart van aandeelhouders maximaliseert. En kan zelfs leiden tot negatieve effecten. Een dergelijk geval deed zich voor bij KPN Telecom, die in moeilijkheden kwam na de aankoop van de Duitse onderneming E-Plus en de UMTS-licentie in Nederland. Het uitkeren van vrije kasstromen aan de aandeelhouders heeft het nadelige effect voor managers dat zij bij toekomstige activiteiten direct een beroep moeten doen op de vermogensmarkt, hetzij door het aantrekken van eigen vermogen, hetzij door het aantrekken van vreemd vermogen. In zo'n situatie wordt het management veelal gedwongen openheid van zaken te geven aan de vermogensverschaffers. Vrije kasstromen of de aanwezigheid van onbenutte leencapaciteit geeft het management speelruimte voor investeringen en uitgaven die het management zelf nastreeft zonder dat direct de vermogensverschaffers toestemming hoeven te geven voor dergelijke investeringen c.q. uitgaven.

Onderwaardering

Ook kan het zijn dat een onderneming ondergewaardeerd is als gevolg van het feit dat informatie over de werkelijke waarde (nog) niet voorhanden is. De financiële markten zijn niet efficiënt in strikte zin. De aanwezigheid van eenieder maakt daaraan een eind, immers eenieder krijgt gedurende het overnameproces (due-diligence onderzoek) private informatie tot zijn beschikking. Gedurende het overnameproces komt informatie vrij die zorgt voor een herwaardering van het aandeel. Dit is de zogenaamde 'sitting-on-a-goldmine'-hypothese volgens Bradley, Desai en Kim (1983). De herwaardering van het ondergewaardeerde aandeel is permanent. Bieders zijn dan bereid om een overnamepremie te betalen. Daarnaast is er de zogenaamde 'kick in the pants'-hypothese. Alleen al de aankondiging zorgt voor een positief effect op het aandeel. Het management van de doelwitonderneming wordt wakker geschud en zal voor een waardevermeerdering zorgen, anders bestaat er een serieuze dreiging tot ontslag van het management van de doelwitonderneming⁶.

Inefficiënt management

Overnames kunnen ook het gevolg zijn van de aanwezigheid van inefficiënt management bij de doelwitonderneming. Hoewel overnames niet het eerste middel zijn om inefficiënt management te vervangen, kan dit toch een uitweg bieden om de waarde van de onderneming te verhogen en een overnamepremie te realiseren. Een overnamebod door een serieuzeieder biedt dan soelaas voor de aandeelhouders van een doelwitonderneming. Het is in feite het laatste, maar ook meest ingrijpende middel om inefficiënt management te vervangen.

Is een overname als goed of slecht te bestempelen? De welvaartstheoretische rechtvaardiging van een overname ligt in het feit dat een overname de gezamenlijke welvaart van aandeelhouders van biedende en doelwitonderneming verhoogt. Volgens Berkovitch en Narayanan (1993) is er alleen bij synergie sprake van een gezamenlijke meerwaarde voor aandeelhouders van biedende ondernemingen en doelwitondernemingen. Indien er sprake is van *hubris* of *agency* zal er een herverdeling plaatsvinden van de aandeelhouders van de biedende onderneming naar de aandeelhouders van de doelwitonderneming. Bij *agency* is er zelfs sprake van een gezamenlijke waardevermindering, dat wil zeggen de waardevermindering voor de aandeelhouders van de biedende

onderneming is groter dan de waardevermeerdering voor de aandeelhouders van de doelwitonderneming.

3 *Strategie aandeelhouder doelwitonderneming*

Wat is nu de te volgen strategie voor een aandeelhouder van een doelwitonderneming? Grossman en Hart (1980) hebben zichzelf deze vraag ook gesteld en kwamen tot de slotsom dat het free rider-probleem zich voordoet bij doelwitondernemingen met zeer veel kleine aandeelhouders. Wat is nu het geval? Een aandeelhouder met slechts één aandeel is zich bewust van het feit dat het wel of niet aanbieden van zijn/haar aandeel bij een overnamebod geen invloed heeft op de kans dat de overnamepoging slaagt. Deze zogenaamde atomistische aandeelhouder is prijsnemer, dat wil zeggen de prijs is een gegeven. De aandeelhouder heeft geen invloed op de hoogte van het overnamebod. Deze atomistische aandeelhouder zal een strategie kiezen die erop geënt is om een zo hoog mogelijke overnamepremie te behalen. Het gevolg is dat de atomistische aandeelhouder zolang wacht totdat de maximale overnamepremie wordt ontvangen. De maximale overnamepremie is de premie die deieder betaalt, wanneer deieder de gehele waardevermeerdering als gevolg van de overname, het zogenaamde surplus, uitbetaalt aan de doelwitaandeelhouder. In dit geval gaan alle synergetische voordelen als gevolg van de overname naar de doelwitaandeelhouder. Uit de empirische literatuur blijkt inderdaad dat bij openbare biedingen de doelwitaandeelhouders enorme overnamepremies ontvangen en de aandeelhouders van biedende ondernemingen nauwelijks een buitengewoon rendement behalen⁷. Openbare biedingen hebben voornamelijk betrekking op (grote) beursondernemingen, waarin het aandelenbezit in veel gevallen wijdverspreid zal zijn. Deieder kan niemand uitsluiten van deze waardevermeerderingen, met andere woorden dit surplus is een collectief goed. De doelwitaandeelhouders varen er wel bij door niet in te gaan op het bod, zolang deieder een lage overnamepremie betaalt. Grossman en Hart (1980) stellen zelf voor dat in de statuten van de onderneming een clause diende te worden opgenomen, zodat deieder een minderheidsaandeelhouder kan uitsluiten van deze waardevermeerderingen. Overigens zou een overnemende partij ook zonder een dergelijke clause zich een gedeelte van het surplus kunnen toe-eigenen door middel van transfer pricing. Dat wil zeggen, door te hoge kosten door te berekenen aan de overgenomen partij.

Shleifer en Vishny (1986) komen met een alternatieve oplossing. Stel nu dat deieder voorafgaand aan het

bod een aandelenbelang heeft in de doelwitonderneming. In zo'n situatie kan de bidder een maximale overnamepremie betalen, aangezien de bidder dan toch een surplus realiseert op zijn initieel belang.

Wat is nu het gevolg, wanneer de bidder niet over een aandelenbelang beschikt voorafgaand aan de overnamepoging? Voor deze situatie hebben Bagnoli en Lipman (1988) een oplossing. Zij tonen aan dat de bidder het gedrag van deze atomistische aandeelhouders kan beïnvloeden door hen het besef te geven dat hun stem van cruciaal belang is (*pivotal*) voor het slagen van de overname. Dergelijke aandeelhouders realiseren zich dat hun beslissing om het bod te accepteren of te verwerpen invloed heeft op de uitkomst van de overname. In dat geval kan de bidder een winst realiseren. Holmström en Nalebuff (1992) tonen aan dat voor het geval elke aandeelhouder *pivotal* is, de bidder het totale overnamesurplus ontvangt⁸. Indien de concentratiegraad in de aandeelhoudersstructuur toeneemt, zal de kans dat een aandeelhouder *pivotal* is ook toenemen. Als gevolg hiervan zal de overnamepremie dalen met de concentratiegraad van de aandeelhoudersstructuur van de doelwitonderneming. Een grootaandeelhouder zal eerder ingaan op het overnamebod dan een aandeelhouder met slechts één aandeel. De grootaandeelhouder is zich bewust van zijn rol. Niet ingaan op het uitstaande bod betekent automatisch dat de overname niet doorgaat, met als gevolg dat de aandeelhouders geen enkele premie ontvangen. Donker (2001) onderzocht voor Nederland in de periode 1987 tot en met 1996 het verband tussen de eigendomsverhouding bij doelwitondernemingen en het buitengewoon rendement van aandeelhouders van biedende ondernemingen en doelwitondernemingen. Uit deze studie blijkt dat er een negatief verband bestaat tussen de concentratiegraad in het aandelenbezit bij de doelwitonderneming en het cumulatief buitengewoon rendement voor de aandeelhouders van de doelwitonderneming. Met andere woorden, naarmate er meer grootaandeelhouders zijn, zal de overnamepremie dalen⁹. Dit onderzoek bevestigt dus de stelling van Grossman en Hart (1980) dat de bidder de hoogste overnamepremie moet betalen bij doelwitondernemingen met een wijdverspreid aandelenbezit.

Slusky en Caves (1991) concluderen aan de hand van hun empirische bevindingen dat een grootaandeelhouder de doelwitonderneming intensief zal monitoren (Jensen en Meckling, 1976), waardoor de waarde van de doelwitonderneming zal toenemen. Als gevolg hiervan zal de overnamepremie laag zijn, aangezien de bidder een lager surplus zal kunnen realiseren na de overname. Zowel bij deze monitoring-hypothese

als ook bij de concentratiegraadhypothese betekent de aanwezigheid van een grootaandeelhouder bij de doelwitonderneming dat de bidder een lagere overnamepremie zal betalen dan in het geval de aandelen bij de doelwitonderneming wijdverspreid zijn.

4 Strategie bidder

De bidder staat voor een geheel andere keuze. Eenmaal een doelwit op het oog, dan moet de juiste strategie worden gekozen. De bidder moet daarbij de afweging maken tussen een hoog of een laag bod. Bij een relatief hoog bod is weliswaar de slagingskans hoog, maar is daarentegen het surplus dat de bidder toekomt relatief laag. Op zichzelf zou een bidder met een laag bod kunnen beginnen, immers de wijze van bieden doet denken aan een Engelse veiling. Op deze wijze zou een bidder steeds een stapje in het biedingsproces kunnen doen, zodat uiteindelijk de hoogste bidder overblijft. Niettemin moeten wij bedenken dat er in de praktijk slechts enkele rondes zijn¹⁰. Een bidder die veel synergie kan realiseren bij een overname, zal bij een mislukt overnamebod ook hoge *opportunity-costs* hebben. Het is namelijk voor deze bidder een gemiste kans op een aanzienlijke waardevermeerdering. Deze bidder doet er goed aan om zich te onderscheiden van een bidder die slechts een geringe waardevermeerdering kan realiseren. De bidder die veel synergie kan realiseren, zal een signaal naar de markt willen afgeven om op die manier aan te geven dat deze bidder een hoge waardering heeft voor de doelwitonderneming. Dit wordt des te belangrijker indien de bidder reeds over aandelen in de doelwitonderneming beschikt. Chowdhry en Jegadeesh (1994) tonen aan dat een bidder die over een initieel aandelenbezit in de doelwitonderneming beschikt, bereid is om een hoge overnamepremie te betalen. Met het initiële aandelenbezit van de bidder wordt een signaal afgegeven over de mogelijke synergie die de bidder na de overname denkt te kunnen realiseren. Burkhart (1995) laat in zijn model zien dat bidders met initieel aandelenbezit de neiging hebben om te overbieden om op die manier een nog hoger contrabod te bewerkstelligen. Op deze wijze kan de bidder met een initieel aandelenbezit een hoge prijs voor zijn aandelen ontvangen, indien het hoge contrabod succesvol is¹¹. Stulz, Walking en Song (1990) tonen aan dat de bidder met een initieel aandelenbezit minder aandelen nodig heeft om controle te verwerven over de doelwitonderneming. Zij gaan uit van een aanvankelijk bijna horizontale aanbodcurve, die daarna geleidelijk stijgt en uiteindelijk bijna verticaal verloopt. Indien de bidder reeds over aandelen bezit, vooraf-

gaand aan de overname, heeft de bieder een geringer percentage aandelen nodig om controle te verwerven. De vraag van de bieder naar doelwitaandelen zal de aanbodcurve in het minder steile gedeelte van de aanbodcurve snijden. Dit betekent dat de bieder ook een lagere premie zal betalen. Bradley, Kim en Desai (1988) en Donker (2001) vinden het empirisch bewijs voor een stijgend verloop van de aanbodcurve voor aandelen van de doelwitonderneming.

5 Strategie management

Het management van de doelwitonderneming zal in veel gevallen zijn biezen moeten pakken in het geval van een overname. Dit is zeker het geval bij een vijandige overname. Het verlies van een baan wordt veelvuldig gecompenseerd door middel van een royale gouden handdruk ('golden parachute'). Een dergelijke regeling is dikwijls nodig om te voorkomen dat het overnameproces wordt gefrustreerd door het zittende management als gevolg van het feit dat zij weerstand zullen bieden in verband met het aanstaande inkomensverlies. De aandeelhouders van de doelwitonderneming hebben weliswaar baat bij enige weerstand om zo de prijs van het aandeel te verhogen, maar de dreiging van een mislukte overname werkt averechts op de koers van het aandeel en dat is niet in het belang van de aandeelhouders van de doelwitonderneming.

Indien het zittende management van de doelwitonderneming over een substantieel deel van de aandelen beschikt, kunnen zij de overname blokkeren. Stulz (1988) en Stulz, Walking en Song (1990) tonen aan dat het zittende management, indien zij weerstand bieden, de bieder kunnen dwingen tot het betalen van een hogere overnamepremie in verband met de aanwezigheid van een stijgend verloop van de aanbodcurve.

Indien het management aandelen bezit, kan dit ertoe leiden dat de doelstellingen van het management meer in overeenstemming zullen zijn met die van de aandeelhouders (Jensen en Meckling, 1976). De belangen van management en aandeelhouders zullen dan min of meer convergeren. Volgens Stulz (1988) zal als gevolg van deze convergentie van belangen de waarde van de onderneming stijgen. Niettemin kan er ook een keerpunt ontstaan, indien het management over een zeer groot aandelenbelang beschikt. In een dergelijk geval zal het management zich altijd kunnen verschansen ('entrenchment'), waardoor een overname praktisch onmogelijk wordt. In zo'n situatie zal de waarde van de onderneming dalen. McConnel en Servaes (1990) vonden een niet-lineair verband tus-

sen het aandelenbezit van het management en Tobin's q ¹². Morck, Shleifer en Vishny (1988) vonden ook een niet-lineaire relatie tussen het aandelenbezit van het management en Tobin's q ¹³. Hieruit kunnen wij concluderen dat er een geringe overnamepremie wordt betaald, indien het management over een gering percentage aandelen beschikt, aangezien de onderneming als gevolg van de convergentie van de belangen juist gewaardeerd zal zijn. Het management van de doelwitonderneming functioneert efficiënt en er zal dus nauwelijks een surplus te behalen zijn als gevolg van inefficiëntie. Indien echter het management een aanzienlijk aandelenpakket bezit, bestaat de kans dat de onderneming ver verwijderd zal zijn van de maximale waarde van de onderneming als gevolg van het feit dat het zittende management allerlei beslissingen heeft genomen die in het eigenbelang van het management waren. In dit laatste geval zal door vervanging van het management veel waarde te creëren zijn. Tevens zal de bieder, in het geval dat het management over een aanzienlijk aandelenpakket beschikt, meer aandelen van de overige aandeelhouders dienen te kopen. Bij een stijgend verloop van de aanbodcurve betekent dit automatisch een verhoging van de overnamepremie.

6 Conclusies

Voor de ratio achter overnamepremies hebben wij grofweg drie motieven kunnen onderscheiden, te weten: synergie, agency en informatieasymmetrie. De welvaartsverhogende theorieën (synergie) stellen dat overnames sociale welvaart teweegbrengen. De bieder is bereid een premie te betalen om de synergie te realiseren. De tweede categorie van motieven (*agency*) leidt tot een herverdeling van waarde tussen de aandeelhouders van de doelwitonderneming (positief) en de aandeelhouders van de bieder (negatief) zonder dat de totale welvaart van alle partijen verbetert. De derde groep van motieven met betrekking tot overnames legt de nadruk op informatieasymmetrie. Sommige bedrijven zijn ondergewaardeerd, aangezien positieve *inside information* niet bekend is op de kapitaalmarkt. Wanneer nieuwe positieve informatie vrijkomt (via de bieder) over de aanvankelijk ondergewaardeerde doelwitonderneming, zal er een positieve herwaardering plaatsvinden van de doelwitonderneming (*sitting on a goldmine*). Een bod op de doelwitonderneming kan er ook toe leiden dat het zittende management van de doelwitonderneming onder druk komt om nieuwe business-strategieën te implementeren, zodat de waarde van de onderneming stijgt (*kick in the pants*). De hubris-hypothese voorspelt dat

managers van biedende ondernemingen de neiging hebben om de doelwitondernemingen te overschatten. Zelfoverschatting, arrogantie, alsook fouten bij het waarden leiden ertoe dat bieders een te hoog bod uitbrengen.

Vervolgens hebben wij ons de vraag gesteld welke strategieën bieders, aandeelhouders, alsmede het zittende management van doelwitondernemingen volgen bij een overname. Indien er sprake is van een wijdverspreid aandelenbezit bij de doelwitonderneming, is de kans groot dat de bidder een zeer hoge overnamepremie moet betalen, aangezien de afzonderlijke aandeelhouders een strategie verkiezen om niet meteen in te gaan op een overnamebod. Indien de aandeelhouder daarentegen over een zeker aandelenbelang beschikt, zal deze (groot)aandeelhouder beseffen dat zijn/haar handelingen van cruciaal belang zijn en invloed hebben op het wel of niet slagen van het overnamebod. Dit betekent dat er een negatief verband bestaat tussen de overnamepremie en de concentratiegraad in het aandelenbezit doelwitondernemingen.

Tot slot kunnen wij de bidder het advies geven: koop een onderneming met een grootaandeelhouder! ■

Literatuur

- Alexander, G.J., P.G. Benson en J.M. Kampmeyer, (1984), Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate sell-offs, in: *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 503-517.
- Bagnoli, M. en B.L. Lipman, (1988), Successful takeovers without exclusion, in: *Review of Financial Studies*, vol. 1, pp. 89-110.
- Berkovitch, E. en M.P. Narayanan, (1993), Motives for Takeovers: An Empirical Investigation, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, pp. 347-362.
- Boot, A.W.A., (1992), Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers, in: *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1401-1423.
- Bradley, M., A. Desai en E.H. Kim, (1983), The rationale behind interfirm tender offers: Information or Synergy?, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 183-206.
- Bradley, M., A. Desai en E.H. Kim, (1988), Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 21, pp. 3-40.
- Bruining, J.H.P., (1992), De effecten van overnames op aandelenrendementen: de Nederlandse ervaring 1981-1992, in: J.J. van Duijn e.a., *Fusies en overnames*, Academic Services, Schoonhoven, pp. 35-50.
- Burkhart, M., (1995), Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests, in: *Journal of Finance*, vol. 50, pp.1491-1515.
- Coffee Jr., J.C., L. Lowenstein en S. Rose-Ackerman, (1988), *Knight Raiders & Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, Oxford University Press.
- Chowdhry, B. en N. Jegadeesh, (1994), Pre-tender offer share acquisition strategy in takeovers, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, pp. 117-129.
- Copeland, T. E. en J.F. Weston, (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley Publishing Company, pp. 676-776.
- Donker, H.A. en P.W. Moerland, (1996), Prijsvorming op de overname-markt, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 70, pp. 288-299.
- Donker, H.A., (2001), *Takeovers. An Empirical Study of Ownership Structure and the Wealth to Shareholders in Dutch Takeovers*, CentER, Dissertation Series no. 93, Tilburg University.
- Grossman, S. en O.D. Hart, (1980), Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, in: *Bell Journal of Economics*, vol. 11, pp. 42-64.
- Holl, P., en D. Kyriazis, (1997), Wealth creation and bid resistance in U.K. takeover bids, in: *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 483-498.
- Holmström, B. en B. Nalebuff, (1992), To the raider goes the surplus? A re-examination of the free-rider problem, in: *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 1, pp. 37-62.
- Jarrell, G.A. en A.B. Poulsen, (1989), The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades, in: *Financial Management*, vol. 18, 3, pp. 12-19.
- Jensen, M.C., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, in: *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M.C., (1988), The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, in J.C. Coffee (ed.), *Knights, Raiders, and Targets*, Oxford University Press, pp. 314-354.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, M.C. en R.S. Ruback, (1983), The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50.
- McConnell, J.J. en H. Servaes, (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 595-612.
- Mikkelson, W.H. en M.M. Partch, (1989), Managers' voting rights and corporate control, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 263-290.
- Moerland, P.W., (1992), *Fusie en overname*, Rotterdamse Monetaire Studies, vol. 11, nr. 1.
- Morck, R., A. Shleifer en R.W. Vishny, (1988), Management ownership and market valuation, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- Mueller, D., C., (1969), A theory of conglomerate mergers, in: *Quarterly Journal of Economics*, vol. 83, pp. 643-651.
- Palepu, K.G., (1986), Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis, in: *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, pp. 3-35.
- Roll, R., (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: *Journal of Business*, vol. 59, pp. 197-216.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, (1986), Large shareholders and corporate control, in: *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, (1989), Management entrenchment. The case of manager-specific investments, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 123-139.
- Sirrower, M.L., (1997), *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*, The Free Press.
- Slusky, A.R. en R.E. Caves, (1991), Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers, in: *Journal of Industrial Economics*, vol. 39, pp. 277-296.

- Song, M.H. en R.A. Walking, (1993), The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, pp. 439-457.
- Stulz, R.M., (1988), Managerial control of voting rights, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 25-54.
- Stulz, R.M., R.A. Walking en M.H. Song, (1990), The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers, in: *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 817-833.
- Walking, R.A., (1985), Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, pp. 461-478.
- Williamson, O.E., (1964), The Economics of Discretionary Behavior: *Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.

Noten

- 1 Zie ook de empirische overzichtsstudies van Jensen en Ruback (1983) en Jarrell en Poulsen (1987).
- 2 Donker (2001) constateert bij Nederlandse tenderbiedingen een cumulatief buitengewoon rendement van 30% voor de periode 1987 tot en met 1996. Uit een empirische studie van Bruining (1992) voor Nederlandse beursondernemingen gedurende de periode 1980 tot en met 1992, blijkt dat aandeelhouders van doelwitondernemingen een cumulatief buitengewoon rendement behalen van 32% bij fusies en overnames.
- 3 Daarnaast is financiële synergie een belangrijk overnamemotief. Een biedende onderneming met financiële middelen of onbenutte leencapaciteit neemt een onderneming over met weinig financiële middelen en weinig onbenutte leencapaciteit, maar met veel projecten met een positieve netto contante waarde.
- 4 Een sell-off is de verkoop van een dochteronderneming. Met de term sell-off wordt dikwijls ook de verkoop van bedrijfsactiva of de verkoop van een divisie of productielijn bedoeld.
- 5 De vrije kasstroom is de kasstroom die overblijft nadat alle projecten met een positieve netto contante waarde (verdisconteerd tegen de relevante vermogenskostenvoet) zijn uitgevoerd.
- 6 De opsomming van overnamemotieven is niet limitatief. Te denken valt aan: fiscale motieven, marktconcentratie, 'breach of trust' en diversificatie als mogelijke redenen voor een overname.
- 7 Zie Jensen en Ruback (1983), Copeland en Weston (1988).
- 8 Dit is het geval, bijvoorbeeld, in de limietsituatie met een meerderheidsregel, waarbij het aantal aandelen om controle te verwerven gelijk is aan de totale hoeveelheid doelwitaandelen.
- 9 Bij sell-offs worden lagere buitengewone rendementen behaald door de aandeelhouders van de verkopende moedermaatschappij in vergelijking met de aandeelhouders van de doelwitonderneming bij tenderbiedingen. Bij een sell-off heeft de biedende partij te maken met het management van de moedermaatschappij, dat wil zeggen de bieder onderhandelt in zo'n geval alleen met het management. De kans van slagen hangt altijd af van het management van de doelwitonderneming.
- 10 Bij tenderbiedingen zijn er hooguit twee tot drie rondes. Overigens zijn niet alle overnameveilingen van het type Engelse veiling. Bij de verkoop van staatsbedrijven, met name telecommunicatiebedrijven,

wordt veelvuldig gekozen voor 'sealed bid auctions'. De biedende ondernemingen brengen hun bod uit door middel van een gesloten enveloppe. Alleen de verkopende partij heeft in een dergelijke situatie zicht op alle biedingen.

- 11 Dit kan natuurlijk ook slecht aflopen, indien er geen andere bieder is die een tegenbod uitbrengt. In zo'n geval lijdt de bieder verlies.
- 12 Tobin's q is een proxy voor de marktwaarde van een onderneming en is gelijk aan de marktwaarde van de onderneming gedeeld door vervangingskosten van de activa.
- 13 Zij vonden echter in de onderste regio (0-5%) een positief verband, voor het percentage aandelen tussen 5-25% een negatief verband en een positief verband voor percentage boven de 25%.