

Overnames en de welvaart van aandeelhouders

Dat het bekend worden van een overname veelal goed nieuws is voor de aandeelhouders van de overnamekandidaat, is in de beurswereld algemeen bekend en is ook door empirisch onderzoek aangetoond; een overnamegerucht is dikwijls al genoeg voor een forse koersstijging. Hoe het is gesteld met het belang van de aandeelhouders van overnemende ondernemingen is minder duidelijk. Dit artikel is gewijd aan de theorieën, die trachten te verklaren waarom managers van ondernemingen tot het uitvoeren van overnames besluiten¹. Tevens zal nagegaan worden in hoeverre het belang van de bestaande aandeelhouders wordt gediend bij een overnemende onderneming. Ter afsluiting en illustratie volgt het resultaat van een empirisch onderzoek naar de effecten van overnameberichten op de koers van het aandeel van de overnemende onderneming.

Financieringstheorieën

Een uitgangspunt van de financieringstheorie is dat managers zouden moeten handelen in het belang van de bestaande aandeelhouders van hun onderneming. Indien managers deze doelstelling nastreven, moeten slechts projecten (waaronder overnames) worden uitgevoerd die een positieve netto contante waarde hebben, omdat die projecten de waarde van de uitstaande aandelen en daarmee de welvaart van de bestaande aandeelhouders verhogen. Aan de motivatie van managers om overnames uit te voeren kunnen echter zowel doelstellingen ten grondslag liggen die in het voordeel van de bestaande aandeelhouders zijn, als doelstellingen die niet noodzakelijkerwijs in het voordeel van deze aandeelhouders zijn. Het is daarom op voorhand niet duidelijk wat het effect van overnames op de aandelenkoersen van overnemende ondernemingen is.

Een overname heeft een positieve netto contante waarde, indien de waarde-toename die door het samenvoegen van de ondernemingen wordt bewerkstelligd, groter is dan het verschil tussen de prijs die voor de overnamekandidaat

betaald moet worden en de contante waarde van de overnamekandidaat indien deze onderneming in de oorspronkelijke vorm zou worden voortgezet.

De eerste reden waardoor een overname een positieve netto contante waarde kan hebben, is dat de efficiëntie kan worden verhoogd. Een efficiëntieverhoging kan bij voorbeeld optreden indien de overnemende onderneming efficiënter is dan de overgenomen onderneming en de overnemende onderneming het niveau van efficiëntie van de overgenomen onderneming kan opschroeven tot haar eigen niveau. Ook wordt de efficiëntie verhoogd indien inefficiënt management wordt vervangen of tot een gewijzigd beleid wordt gedwongen. Andere bronnen voor verbetering van de efficiëntie zijn operationele en financiële synergieën. Operationele synergie kan ontstaan door schaalvoordelen of door verticale integratie. Financiële synergie kan bij voorbeeld optreden indien de over te nemen onderneming beschikt over overtollig kasgeld, dat de overnemende onderneming voor investeringsprojecten kan aanwenden of door schaalvoordelen bij de financiering van de ondernemingen. Tevens kan financiële synergie optreden door diversificatie. Omdat zowel verhoging van de welvaart van de aandeelhouders als andere doelstellingen kunnen leiden tot het nastreven van diversificatie door het management, is dit één van de meest omstreden motieven voor het uitvoeren van overnames. Beide kanten van het diversificatiemotief komen later in dit artikel aan de orde.

Naast efficiëntieverbeteringen kunnen ook belastingvoordelen de oorzaak zijn van een positieve netto contante waarde. Omdat belastingvoordelen afhankelijk zijn van wetgeving en daarom tijd en plaats gebonden zijn, zal niet verder op deze voordelen worden ingegaan. De derde mogelijke oorzaak van een positieve netto contante waarde van een overname, is het verkrijgen van monopolistische macht. Indien een onderneming door middel van een overname een groter marktaandeel verwerft en monopolistische macht verkrijgt op de markten waarop zij opereert, kan ten gevolge van de overname een waarde-toename optreden.

De laatste verklaring voor een positieve netto contante waarde is onderwaardering van de overnamekandidaat. Het management van de overnemende onderneming kan profiteren van onderwaardering indien het de beschikking heeft over informatie, die niet publiekelijk beschikbaar is en daardoor (nog) niet in de aandelenkoersen is verwerkt, waaruit blijkt dat de aandelen van de overnamekandidaat zijn ondergevalueerd. Deze informatie kan van algemene aard zijn, informatie waarvan in principe iedereen die er over beschikt zou kunnen profiteren, maar kan tevens te danken zijn aan de specialistische kennis van de overnemende onderneming op het gebied van de activiteiten van de overnamekandidaat. In het bijzonder wanneer de overnemende onderneming werkzaam is op ongeveer hetzelfde terrein als de overnamekandidaat, is het niet onwaarschijnlijk dat de overnemende onderneming over een informatie- en kennisvoorsprong beschikt.

Agency-problemen

Agency-problemen zijn de eerste verklaring voor het uitvoeren van overnames die niet noodzakelijkerwijs in het belang van de bestaande aandeelhouders zijn. Agency-problemen tussen management en aandeelhouders ontstaan door de scheiding van de leiding en het eigendom van de onderneming. De eigenaren (de aandeelhouders) delegeren de bevoegdheid beslissingen te nemen naar professionele managers, die hooguit een fractie van het uitstaande aandelenkapitaal bezitten. Bij grote ondernemingen met een sterk gespreid aandelenbezit ontbreekt aandeelhouders de motivatie om het management intensief te controleren, omdat de kosten die daaraan zijn verbonden niet tegen de baten opwegen. De agency-theorie stelt dat managers ernaar zullen streven hun individuele nut te maximaliseren. Ook bij overnamebeslissingen kan verhoging van het eigen nut een rol spelen, waardoor het mogelijk is dat het management overnames met een negatieve netto contante waarde uitvoert.

De eerste reden waarom door overnames het nut van managers kan worden verhoogd, is dat het inkomen, de

¹ Zie voor een meer uitgebreide bespreking van deze theorieën: R. Brealey en S. Myers, *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, Tokyo, 1988. T.E. Copeland en J.F. Weston, *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley, Massachusetts, 1988. P. Halpern, *Corporate acquisitions: A theory of special cases?*, A review of event studies applied to acquisitions, *The Journal of Finance*, mei 1983, blz. 297-317.

status, de macht en de werksatisfactie van managers afhankelijk kunnen zijn van de grootte van de onderneming. Overnames zijn een geschikt middel om de grootte van de onderneming te laten toenemen. Ook internationale overnames kunnen uitgevoerd worden vanwege hun statusverhogende werking. Managers van internationale ondernemingen genieten veelal een hoger aanzien dan managers van nationale ondernemingen.

De tweede reden waarom door overnames het nut van managers kan worden verhoogd is diversificatie. Door diversificatie neemt het risico van de onderneming af, indien de kasstromen van de overnemende en de overgenomen onderneming niet perfect gecorreleerd zijn. Op zich levert deze risicovermindering voor de bestaande aandeelhouders geen voordeel op, omdat zij dit onsystematische risico op eenvoudige en goedkopere wijze kunnen wegdiversificeren binnen hun effectenportefeuille. Voor werknemers, waaronder managers, die hun 'human capital' niet over meerdere ondernemingen kunnen spreiden en daardoor van één onderneming afhankelijk zijn, levert vermindering van het onsystematisch risico van de onderneming wel een voordeel op. Het risico van hun toekomstige inkomensstroom neemt af, doordat de kans dat zij in de toekomst hun inkomen zullen verliezen, bij voorbeeld door faillissement van de onderneming, kleiner wordt. Diversificatie kan ook in het voordeel van de bestaande aandeelhouders uitpakken, omdat door risicovermindering de 'debt capacity' (de maximale hoeveelheid die tegen een bepaald interestpercentage geleend kan worden) toeneemt. Daardoor kan een onderneming na een overname meer niet-ondernemend vermogen aantrekken. De interest die over dit vermogen betaald moet worden is fiscaal aftrekbaar en daardoor kan een belastingbesparing optreden die de welvaart van de

aandeelhouders verhoogt. Een tweede voordeel van diversificatie voor aandeelhouders is dat door risicovermindering de kans afneemt dat de onderneming in financiële moeilijkheden geraakt.

Naast agency-problemen zijn er twee verklaringen voor het uitvoeren van overnames die niet noodzakelijkerwijs in het belang van de bestaande aandeelhouders zijn. De eerste is de 'hubris'-hypothese. Het woord 'hubris' betekent overmoed en houdt in deze context in dat managers bij overnamebeslissingen de netto contante waarde overschatten, doordat zij verblind worden door overmoed en arrogantie. Daardoor zullen zij vaker tot overname beslissen dan op basis van de netto contante waarde verantwoord is. De tweede verklaring is dat managers trachten de winst per aandeel te laten toenemen, door ondernemingen over te nemen met een lagere koers/winst-verhouding. Dit motief is theoretisch onjuist, omdat de koers/winst-verhouding een indicatie geeft van de verwachte groei voor toekomstige perioden. De verwerving van een onderneming met een lagere koers/winst-verhouding kan de winst per aandeel op korte termijn verhogen, maar verlaagt de toekomstige groeimogelijkheden. De koers/winst-verhouding behoort in dat geval te dalen en de welvaart van de aandeelhouders wordt niet door de overname verhoogd.

Empirisch onderzoek

Hoe het belang van de aandeelhouder van een overnemende onderneming in de praktijk wordt gediend, is nagegaan door een empirisch onderzoek. Gebaseerd op het uitgangspunt dat beleggers een lange-termijnverwachting omtrent een overname direct verwerken in de huidige koers², werd een on-

derscheid gemaakt in een gewoon en buitengewoon rendement in de periode dat een overname bekend werd gemaakt. Indien beleggers verwachten dat de overname voor de overnemende onderneming een positieve netto contante waarde heeft, zal ook het buitengewoon rendement dat de bestaande aandeelhouders behalen positief zijn. Het gewoon rendement wordt geschat met het Marktmodel. Daarbij wordt op basis van historische gegevens een lineaire relatie bepaald tussen het rendement op een marktindex en het rendement op een fonds. Het buitengewoon rendement is het gedeelte van rendement dat niet met deze lineaire relatie kan worden verklaard. Gewoon rendement wordt met het Marktmodel als volgt geschat:

$$R_{it} = a_i + b_i \cdot R_{pt}$$

R_{it} = gewoon rendement van fonds i in periode t

R_{pt} = het rendement op de marktindex in periode t

a_i en b_i = kleinste kwadraten schatters, vastgesteld in een controleperiode (het jaar dat voorafgaat aan de onderzochte gegevens)

Gegevens

Het onderzoek betreft overnames door 34 ondernemingen die ultimo 1988 behoorden tot de 'meest actieve fondsen' van de Amsterdamse effectenbeurs, met uitzondering van de beleggingsmaatschappijen. De onderzochte overnames werden in de periode van juli 1980 tot en met december 1988 aangekondigd in Het Financieele Dagblad. De overnames zijn ontleend aan de rubriek 'Bedrijfsconcentraties', die ieder kwartaal in Het Financieele Dagblad wordt opgenomen. Om in het onderzoek te worden opgenomen, moest het belang dat de overnemende onderneming verwierf groter zijn dan 50 procent. Overnames waarbij de overnemende onderneming gedurende de periode van drie maanden voorafgaand aan de aankondiging een belang in de overgenomen onderneming had groter dan 25 procent, zijn buiten het onderzoek gelaten. In deze gevallen kan de informatie met betrekking tot de overname al eerder in de koers verwerkt zijn. Indien de aankondiging van een overname viel in de testperiode van een andere overname van dezelfde onderneming, zijn beide overnames buiten het onderzoek gelaten. De resterende steekproef bestond uit 232 overname-

Tabel 1. Het buitengewone rendement (in procenten) behaald bij overnames

Groep van overnames	N	BR ₋₂	BR ₋₁	BR ₀	BR ₊₁	CBR
De gehele steekproef	232	+0,30	+0,13	+0,52 ^a	+0,09	+1,00 ^a
Relatief grote overnames	21	+0,00	+0,50	+1,70 ^a	+1,32	+3,48 ^a
Relatief kleine overnames	21	+1,22 ^a	+1,21	+1,01	+0,76	+4,12 ^a
Mergers	125	+0,65	-0,05	+0,63 ^a	+0,02	+1,17
Tender offers	10	-0,18	+1,06	+1,80 ^a	+0,38	+2,73 ^a
Sell-offs	97	-0,10	+0,27	+0,25	+0,15	+0,61
Binnenlandse overnames	93	+0,54	-0,10	+0,53	-0,09	+0,79
Buitenlandse overnames	139	+0,14	+0,29	+0,52 ^a	+0,20	+1,14

waarbij:

N = steekproefgrootte

BR_t = buitengewoon rendement in procenten in periode t

t = periode in weken ten opzichte van de week van aankondiging

CBR = cumulatief buitengewoon rendement over de perioden -2 tot en met +1

^a = significant op een niveau van 5 procent.

2 Verondersteld wordt dat de kapitaalmarkt efficiënt is in de semi-stringente vorm, dat wil zeggen dat de huidige prijs van een aandeel alle informatie weerspiegelt die publiekelijk beschikbaar is en dat nieuwe informatie onmiddellijk en volledig in de prijs wordt verwerkt.

aankondigingen. Bij het onderzoek is gebruik gemaakt van weekrendementen, die zijn berekend op basis van woensdag-slotnoteringen. De testperiode bestaat uit de twee weken voorafgaand aan de week waarin de aankondiging werd gedaan, de week van aankondiging en de week daarna. Tevens is het cumulatief buitengewoon rendement bepaald voor deze periode van vier weken.

Resultaten

De resultaten van het onderzoek zijn weergegeven in tabel 1. Nadat het gemiddeld buitengewoon rendement van de gehele steekproef van overnameaankondigingen is bepaald, zijn de overnameaankondigingen op grond van een aantal eigenschappen in groepen verdeeld. Vastgesteld is of de resultaten van deze groepen onderling significant verschillen. Het eerste onderscheid dat is gemaakt, is dat tussen relatief grote en relatief kleine overnames. Vervolgens is onderscheid gemaakt tussen drie typen van overnames. Het eerste type zijn 'mergers', overnames waarbij het overnamevoorstel door de directie van de overnamekandidaat wordt goedgekeurd alvorens het ter goedkeuring aan de aandeelhoudersvergadering wordt voorgelegd. Het tweede type zijn 'tender offers', overnames waarbij de overnemende onderneming de aandelen van de overnamekandidaat via een openbaar bod in handen tracht te krijgen. Het derde type zijn 'sell-offs', overnames waarbij een onderneming een gedeelte van haar activa verkoopt, maar als zelfstandige onderneming blijft voortbestaan.

Het laatste onderscheid is dat tussen overnames van ondernemingen gevestigd in Nederland en van ondernemingen gevestigd in het buitenland. Mogelijkerwijs beschikken multinationale ondernemingen, door hun internationaal opereren, over een verzameling van waardevolle opties³, waardoor het buitengewoon rendement bij internationale overnames groter is dan bij overnames in eigen land.

groepen waarin de steekproef van overnames werd verdeeld, werden geen significante verschillen waargenomen.

J.J. Hazenberg

De auteur is onlangs afgestudeerd aan de economische faculteit van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

3 Deze opties zijn: "(a) the firm's ability to arbitrage institutional restrictions (e.g., tax codes, antitrust provisions, and financial institutions), (b) the informational externalities captured by the firm in the conduct of international business, and (c) the cost saving gained by joint production in marketing and in manufacturing." Zie J. Doukas en N.G. Travlos, The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth, *The Journal of Finance*, december 1988, p.1161 en 1162

Conclusies

Op grond van de resultaten van het onderzoek kan de hypothese dat de bestaande aandeelhouders van de overnemende ondernemingen een positief buitengewoon rendement behaalden als gevolg van overnames, niet worden verworpen. Er kan daarom geconcludeerd worden dat managers met het doen van overnames, in het algemeen (ook) handelden in het belang van de bestaande aandeelhouders van hun ondernemingen. Tussen de uitkomsten van de verschillende