

Effecten van beschermingsconstructies op aandeelkoersen

Drs. R. Bosveld en Drs. A.M. Goedbloed

1 Inleiding

Beschermingsconstructies zijn reeds lange tijd onderwerp van discussie in Nederland. Reeds in 1969 concludeerde een wetenschappelijke commissie van de VEB (toen nog Vereniging Effectenbescherming geheten) in een rapportering aan de SER (Diepenhorst, 1969) dat 'aanwending van middelen die de bedoeling hebben om een overname af te wenden, zonder daarbij de aandeelhouders geraadpleegd te hebben, ernstige bezwaren oproept.

Met de publikatie van haar jaarverslag 1985, gaf de Vereniging voor de Effectenhandel het startschot voor een hernieuwde discussie over de door haar noodzakelijk geachte beperking van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen.

Beschermingsconstructies hebben een tweeledig effect. In de eerste plaats vormen ze een middel tegen bestuursonvriendelijke overnames, in de tweede plaats beperken ze de zeggenschap van aandeelhouders ten gunste van (in het algemeen) de ondernemingsleiding.

Vooralsnog vooral als beschermingsconstructies in verband worden gebracht met vijandige overnames laaien de emoties hoog op. Voorstanders zien in beschermingsconstructies een middel om vijandige overnames te voorkomen en 'raiders' geen kans te geven. Een verbod van beschermingsconstructies zou leiden tot een uitverkoop van Nederlandse vennootschappen aan buitenlandse investeerders.

De heer Drs. R. Bosveld is werkzaam bij Coopers & Lybrand Corporate Finance, de heer drs. A.M. Goedbloed is werkzaam bij Nissan Europe, afdeling Finance. Het artikel is geschreven op persoonlijke titel.

Volgens tegenstanders gaat van (potentiële) vijandige overnames juist een disciplinerende werking uit voor het bestuur van een onderneming en moet de werking van de overnamemarkt niet belemmerd worden door beschermingsconstructies. Een duidelijk antwoord vanuit de wetenschappelijke hoek op de vraag hoe beleggers tegen beschermingsconstructies aankijken is vooralsnog niet beschikbaar. Empirische onderzoeken naar de invloed van beschermingsconstructies op aandelenkoersen geven geen eenduidig antwoord [voor een overzicht: Malatesta & Walkling (1988), p.348].

In dit artikel worden beschermingsconstructies beschouwd vanuit de invalshoek van beleggers. Gepoogd wordt een nieuw licht te werpen op de discussie over de wenselijkheid van beschermingsconstructies door te onderzoeken hoe de beurskoers reageert op de aankondiging van een beschermingsconstructie. In dit onderzoek wordt een verfijning aangebracht door een relatie te leggen tussen beschermingsconstructies en de aanwezigheid van een overnamedreiging. Uit het onderzoek blijkt dat de gemiddelde koersreactie bij aankondiging van een beschermingsconstructie niet significant van nul verschilt.

Wanneer echter sprake is van een overnamedreiging rond de aankondiging van een beschermingsconstructie blijkt de koersreactie duidelijk negatief te zijn. Beleggers staan dus blijkbaar niet geheel indifferent tegenover beschermingsconstructies.

Het soort beschermingsconstructie blijkt overigens niet van invloed te zijn op de koersreactie.

De opbouw van het artikel is als volgt. In paragraaf 2 wordt de bestaande theorie over

beschermingsconstructies kort besproken. Daarnaast worden de onderzoeksresultaten van een negental empirische onderzoeken naar de invloed van beschermingsconstructies op aandelenkoersen vergeleken en besproken. Paragraaf 3 behandelt de methodologie van het onderzoek. De onderzoeksresultaten worden in paragraaf 4 weergegeven en besproken. Paragraaf 5 bevat de samenvatting en enkele conclusies.

2 Literatuur

2.1 Theorie

Wetenschappelijke onderzoeken naar het effect van beschermingsconstructies zijn voor het grootste deel afkomstig uit Angelsaksische landen. In de literatuur worden twee hypothesen besproken over de motieven van het management om beschermingsconstructies te creëren. Als eerste wordt genoemd de 'management entrenchment' hypothese. Volgens deze hypothese initieert het bestuur beschermingsconstructies om een overname te vrijdelen en zodoende haar positie te behouden. Verlies van haar positie betekent immers verlies van macht, prestige en de waarde van ondernemings specifieke kennis. Ook kan het huidige bestuur een overname zien als eigen falen. Immers, de overnemende partij zal slechts een overnamepremie willen betalen als zij van mening is dat ze de onderneming beter kan besturen [DeAngelo & Rice (1983), Ruback (1988)]. De aankondiging van een beschermingsconstructie heeft volgens de 'management entrenchment' hypothese een koersdaling tot gevolg.

Tegengesteld aan de 'management entrenchment' hypothese is de 'stockholder wealth' hypothese. Volgens de 'stockholder wealth' hypothese geven beschermingsconstructies het bestuur een instrument om de belangen van de aandeelhouders beter te behartigen. Dit in de vorm van een hogere overnamepremie. Ten eerste door een overname te vertragen, waardoor potentiële andere bidders de kans krijgen een bod uit te brengen op de aandelen van de onderneming welke hoger ligt dan het eerste bod. Ten tweede dwingen beschermingsconstructies eenieder te onderhandelen met het bestuur van een onderneming over de voorwaarden van de overname. In deze onderhandelingen kan het bestuur namens de aandeelhouders een hoger bod bedingen. De

'stockholder wealth' hypothese voorspelt dan ook een koersstijging bij de aankondiging van een beschermingsconstructie.

Een belangrijke rol bij de twee hypothesen spelen het eigenbelang van het bestuur van een onderneming, en het ondernemingsbelang. Onder eigen belang worden de eerder genoemde geldelijke voordelen, macht en prestige bedoeld. Het ondernemingsbelang kan gezien worden als het aggregaat van de belangen van de verschillende participanten in de onderneming. In de Angelsaksische landen speelt met name het aandeelhoudersbelang een grote rol. Onder normale omstandigheden zijn de belangen van het bestuur complementair aan het ondernemingsbelang. In het geval van een vijandig overnamebod is dit niet het geval. Door een dergelijke overname zou het bestuur haar positie kunnen verliezen. Beschermingsconstructies geven het bestuur beslissingsmacht over een overname ten koste van de aandeelhoudersvergadering. De 'stockholder wealth' hypothese gaat ervan uit dat het bestuur deze beslissingsbevoegdheid gebruikt om het ondernemingsbelang te dienen. De 'management entrenchment' hypothese stelt dat het bestuur de beslissingsbevoegdheid gebruikt om haar eigen belangen na te streven.

2.2 Empirische onderzoeken

In de empirie zijn de 'stockholder wealth' en 'management entrenchment' hypothese uitgebreid onderzocht. In tabel 1 zijn de resultaten van een negental voornamelijk Angelsaksische empirische onderzoeken naar de invloed van beschermingsconstructies op aandelenkoersen weergegeven.

Op het eerste gezicht zijn de onderzoeksresultaten zeer divers. Er worden significante koersstijgingen, significante koersdalingen of helemaal geen significante koersreacties gevonden.

In Paneel I zijn de koersreacties gegeven rond de aankondiging van alle beschermingsconstructies tezamen. Hierbij is onderscheid gemaakt in een periode voor de aankondiging (pre), de dag van aankondiging (event) en de periode na de aankondiging (post) van een beschermingsconstructie. Voor zowel de aanhangers van de 'stockholder wealth' als de 'management entrenchment' hypothese zijn in Paneel I resultaten te vinden die hun gelijk bevestigen. Er worden zowel significant negatieve als positieve koersreacties gevonden rond de aankondiging van een beschermingscon-

Tabel 1: Overzicht van onderzoeken naar het effect van beschermingsconstructies op de aandelenkoers

Onderzoekers	I Totaal			II Geen overname- dreiging			III Wel overname dreiging		
	pre	event	post	pre	event	post	pre	event	post
Linn & McConnel (1983) dag	+	0	0						
Linn & McConnel (1983) maand	0	+	0						
DeAngelo & Rice (1983)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bradley & Wakeman (1983)	0	-	0	0	-	0	0	-	-
Jarrel & Poulsen (1987)		-							
Malatesta & Walkling (1988)	0	-	0	0	-	0	+	-	0
Ryngaert (1988)		0			0			-	
Dann & DeAngelo (1988)							+	-	+
Malitz et al. (1991) geen o.k.				0	0	0			
Malitz et al. (1991) wel o.k.				0	0	+			
Cantrijn & Kabir (1992) mpref	0	0	0						
Cantrijn & Kabir (1992) opref	0	0	0						
Cantrijn & Kabir (1992) upref	0	-	-						

Betekenis van de tekens:

- = significante koersdaling
 0 = geen significante koersreactie
 + = significante koersstijging
 o.k. = overnamekandidaat

mpref = machtiging uitgifte preferente aandelen
 opref = optieverlening op uitgifte preferente aandelen
 upref = uitgifte preferente aandelen

structie. Een aantal onderzoekers vindt geen koersreactie.

Wanneer onderscheid wordt gemaakt op grond van de aanwezigheid van een overnamedreiging zijn echter wel eenduidige conclusies te trekken.

Paneel II bevat koersreacties na de aankondigingen van beschermingsconstructies bij afwezigheid van een overnamedreiging. Alleen Malatesta & Walkling (1988) vinden een significante koersdaling op de dag van de aankondiging van een poison pill. Malitz, Lauterbach & Long (1991) vinden een significante koersstijging in de periode na de aankondiging van een beschermingsconstructie bij één groep ondernemingen. Dit zijn ondernemingen die een overnamekandidaat werden na de aankondiging van een beschermingsconstructie. De overige onderzoekers vinden geen significante koersreactie op de event dag. Ook in de periode voor en na de aankondiging worden geen significante koersreacties gevonden. Deze onderzoeksresultaten zijn voor noch de 'stockholder wealth' noch de 'management entrenchment' hypothese een ondersteuning.

Paneel III bevat de koersreacties rond de aankondiging van een beschermingsconstructie bij ondernemingen waarop reeds een overnamebod is gedaan op het moment dat de onderneming een

beschermingsconstructie aankondigt. Op de dag van de aankondiging van een beschermingsconstructie worden, met één uitzondering, significant negatieve koersreacties gemeten. DeAngelo & Rice (1983) vonden geen significante koersreacties, maar hun populatie bevat ook ondernemingen die in de twee jaar na de aankondiging van een beschermingsconstructie door een overname bedreigd werden. De overige onderzoekers keken alleen naar ex ante overnamedreiging. In twee onderzoeken werd in de pre event periode een significante koersstijging gemeten. Dit is waarschijnlijk de verwachte overnamepremie die in de koers verdisconteerd wordt. Dann & DeAngelo (1988) vonden een significante koersstijging in de post event periode bij de ondernemingen die wel werden overgenomen en een significante koersdaling bij ondernemingen waar de overname niet doorging. Deze onderzoeksresultaten vormen een ondersteuning voor de 'management entrenchment' hypothese.

Het enige Nederlandse onderzoek in tabel I is dat van Cantrijn & Kabir (1991). Zij vonden slechts een significante koersdaling na de uitgifte van preferente aandelen. Zij hebben echter geen onderscheid gemaakt in wel of geen overnamedreiging bij de beschermingsconstructies in hun populatie.

Uit tabel 1 kan geconcludeerd worden dat er wel een eenduidige conclusie getrokken kan worden over het effect van beschermingsconstructies op aandelenkoersen, mits een onderscheid in wel of geen overnamedreiging in de onderzoekspopulatie wordt gemaakt. Is er geen overnamedreiging, dan wordt noch de 'management entrenchment' noch de 'stockholder wealth' hypothese ondersteund. Indien er wel sprake is van een overnamedreiging wordt de 'management entrenchment' hypothese ondersteund.

3 Methodologie en data

Alle onderzoekers uit tabel 1 hebben voor hun onderzoek de 'event study' methodologie gebruikt. Bij een 'event study' wordt de koersreactie rond het moment van de aankondiging van een event geanalyseerd, in deze onderzoeken is dat de aankondiging van een beschermingsconstructie. De periode waarin de koersreactie geanalyseerd wordt heet de 'event window'. Het koersverloop van een aandeel rond een event wordt gezien als een weerspiegeling van de mening van beleggers ten aanzien van die event. Koersveranderingen worden geanalyseerd door een abnormaal rendement te berekenen. Het abnormale rendement is het verschil tussen het werkelijke rendement en het verwachte rendement. Het verwachte rendement is geen gegeven, het moet geschat worden. Voor het schatten van abnormale rendementen worden in de praktijk drie modellen gebruikt [Brown & Warner (1980,1985)]. In formule zijn deze:

Mean adjusted model:

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_i$$

Hier is AR_{it} het abnormale rendement van aandeel i op tijdstip t , R_{it} het rendement van aandeel i op tijdstip t en \bar{R}_i het gemiddelde rendement van aandeel i .

Market adjusted model:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Hier is R_{mt} het marktrendement.

Marktmodel:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \times R_{mt}$$

Hier zijn α en β geschat met behulp van de kleinste kwadraten regressie-analyse.

De schattingsperiode bij het 'market adjusted' model en het marktmodel was 100 dagen, beginnend 120 dagen voor de event datum. Als proxy voor de marktindex bij het 'market adjusted' model en het Marktmodel zijn zowel de Datastream Total Market Index als de CBS Herbeleggingsindex gebruikt. Het gemiddelde abnormale dagelijkse rendement van alle aandelen in een populatie op tijdstip t wordt met behulp van de volgende formule berekend:

$$\overline{AR}_t = \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{n}$$

Hier is n het aantal events waarvan het gemiddelde wordt berekend. Het cumulatief gemiddelde abnormale rendement van dag x tot dag y is als volgt berekend:

$$\overline{CAR}_{x,y} = \sum_{k=x}^y \overline{AR}_k$$

Hierin is $k=x$ het gemiddelde abnormale rendement op het eerste tijdstip en y het gemiddelde abnormale rendement op het laatste tijdstip in de periode waarin gecumuleerd wordt. Hierbij varieert k tussen -20 en $+20$. Voor het onderzoek is gebruikt gemaakt van dagkoersen. Voor het bepalen van de significantie van de abnormale rendementen is de volgende t-toets gebruikt:

$$t(CAR) = \frac{\overline{CAR}_{x,y}}{\hat{\sigma} \sqrt{d}}$$

Hier is d het aantal dagen in de event window en σ de geschatte standaarddeviatie van de abnormale dagelijkse rendementen in de schattingsperiode.

De dataset voor het onderzoek is verkregen door het Financiële Dagblad vanaf 1960 tot 1 juli 1992 te raadplegen. Zowel aankondigingen in kranteberichten als advertenties zijn gebruikt voor het onderzoek. Op deze wijze zijn 368 berichten vergaard. Vervolgens is deze lijst vergeleken met de onderzoekspopulaties van Voogd (1989), Starremans (1991) en Cantrijn & Kabir (1992). Na verwijdering van dubbelleningen werden 69 berichten toegevoegd aan de oorspronkelijke lijst. Van de in totaal 437 berichten over beschermingsconstructies zijn er uiteindelijk 189 betrokken bij het onderzoek.¹ Hiervan gaat het in 11 gevallen om de intrekking van een beschermingsconstruc-

Tabel 2: Overzicht van het aantal gebruikte events per soort beschermingsconstructie

<i>Soort beschermingsconstructie</i>	<i>Overname-dreiging</i>	<i>Geen overname-dreiging</i>	<i>Totaal</i>
Uitgifte preferente aandelen	27	11	38
Optie preferente aandelen		22	22
Machtiging preferente aandelen		41	41
Overige machtigingen		42	42
Zware beschermingsconstructies	8 ¹	12 ³	20
Lichte beschermingsconstructies	8 ²	7 ⁴	15
Intrekkingen		11	11
Totaal	43	146	189

¹ 3 uitgiften van aandelen, 2 crown jewel/poison pill constructies, 2 prioriteitsaandelen en 1 structuurvennootschap.

² 4 machtigingen uitgifte preferente aandelen, 2 opties op preferente aandelen, 1 overige machtiging en 1 overige beschermingsconstructie.

³ 1 uitgifte van aandelen, 2 crown jewel/poison pill constructies, 4 prioriteitsaandelen, 3 structuurvennootschappen, 2 niet-royeerbare certificaten.

⁴ 4 beperkt royeerbare certificaten, 1 inkoop van aandelen en 2 overige beschermingsconstructies.

tie. De verdeling van de events over het soort beschermingsconstructie en wel of geen overnamedreiging is in tabel 2 weergegeven.

Opvallend in tabel 2 is de dominantie van het beschermingsmiddel preferente aandelen. Van alle 178 aankondigingen van beschermingsconstructies hebben 101 gevallen (56,7%) betrekking op één van de vormen van preferente aandelen. Daarnaast blijkt de uitgifte van preferente aandelen nauw gerelateerd te zijn met de aanwezigheid van een overnamedreiging. Van de 38 uitgiften vonden 27 gevallen (71%) plaats in respons op een overnamedreiging. Het aantal keren dat de uitgifte van preferente aandelen voorkomt vergeleken met de andere soorten beschermingsconstructies bij een overnamedreiging is eveneens hoog, 27 van de 43 gevallen (62,7%). Deze percentages werpen een ander licht op de resultaten van Cantrijn & Kabir (1992) uit tabel 2. De in het onderzoek van Cantrijn en Kabir (1992) gevonden significante koersdaling door de uitgifte van preferente aandelen en de afwezigheid van een significante koersreactie bij de overige soorten preferente aandelen kan mogelijk verklaard worden door aan- respectievelijk afwezigheid van een overnamedreiging.

Een aantal soorten beschermingsconstructies was als groep te klein om apart op te nemen. Deze zijn daarom ingedeeld in een groep lichte en een groep zware beschermingsconstructies, waarin zware beschermingsconstructies de meeste be-

scherming bieden. Deze indeling is gebaseerd op twee criteria die afkomstig zijn uit het 'Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel inzake de toepassing van beschermingsconstructies' (1988).

Het eerste criterium betreft de indeling naar directe dan wel indirecte werking van een beschermingsconstructie. Het tweede criterium geldt de mate waarin aandeelhouders in staat zijn om via het aanwenden van hun invloed de eenmaal geïnstalleerde beschermingsconstructie na verloop van tijd buiten werking te stellen.

Als event datum is genomen de datum dat het bericht in de krant verscheen. Als een bericht vooraf werd gegaan door een advertentie waaruit de aankondiging van een beschermingsconstructie was op te maken, dan is de dag van plaatsing van de advertentie als event dag genomen.

4 Beschrijving resultaten

In deze paragraaf worden de resultaten van het onderzoek weergegeven en besproken. Weergegeven zijn de abnormale rendementen berekend met het Marktmodel in combinatie met de Datastream Total Market Index. Het marktmodel is het meest gangbare model, zo werd bij acht van de negen onderzoeken in tabel 1 gebruik gemaakt van het Marktmodel, en bij de beschikbare relevante indices geeft de Datastream Total Market Index de grootste dataset.

De conclusies gebaseerd op de resultaten van drie van de vier overige modellen zijn identiek aan de hier gepresenteerde. Alleen bij het 'Market adjusted' Model in combinatie met de CBS-herbeleggingsindex werden nergens significante koersreacties gemeten. Dit werd niet veroorzaakt door de hoogte van de abnormale rendementen, deze waren over het algemeen van dezelfde grootte-orde als bij de andere modellen, maar door extreem hoge standaarddeviaties en daardoor lage t-waarden.

In paragraaf 4.1 worden de abnormale rendementen van de totale populatie en de populaties wel/geen overnamedreiging gepresenteerd. Paragraaf 4.2 bespreekt de abnormale rendementen bij de uitgifte van preferente aandelen. Paragraaf 4.3 bespreekt de koersreactie per soort overnamedreiging. In de appendix is tabel 6 opgenomen, waarin zijn aangegeven de abnormale rendementen per soort beschermingsconstructie in de situatie van geen overnamedreiging, alsmede een beperkt

aantal gevallen (11) van intrekking van beschermingsconstructies. Significante koersreacties bij afwezigheid van overnamedreiging zijn niet gemeten.

Koersreacties significant op het 95% betrouwbaarheidsniveau zijn met een * gemerkt. Voor elke tabel geldt dat de bovenste regel in elk hokje de koersreactie in procenten bevat en de tweede regel de t-statistic.²

4.1 Wel/geen overnamedreiging

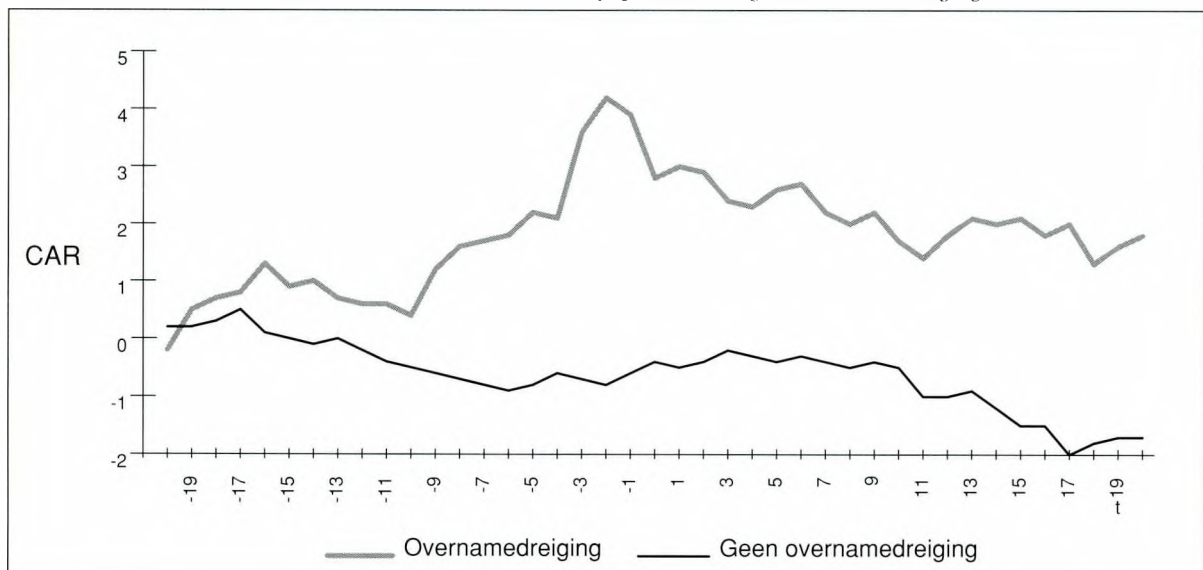
In tabel 3 zijn de koersreacties weergegeven voor de totale populatie en de subpopulaties wel/geen overnamedreiging.

Bij de totale populatie wordt een significante koersstijging gemeten in de periode van 5 dagen voor de aankondiging van de beschermingsconstructie van 0,73%. In de periode van 20 dagen na de koersreactie wordt een significante koersdaling gemeten van -1,46%. Indien de beschermingscon-

Tabel 3: Abnormale rendementen van de hele populatie, de subpopulatie geen overnamedreiging en de subpopulatie wel overnamedreiging

	[-20,-1]	[-5,-1]	[0]	[0,5]	[0,20]	[-20,20]
Totaal (n=178)	0,54 (0,755)	0,73* (2,059)	-0,13 (-0,831)	-0,18 (-0,453)	-1,46* (-2,014)	-0,93 (-0,913)
Geen overnamedreiging (n=135)	-0,55 (-0,689)	0,31 (0,784)	0,17 (0,959)	0,18 (0,415)	-1,27 (-1,559)	-1,81 (-1,598)
Wel overnamedreiging (n=43)	3,94* (2,911)	2,05* (3,025)	-1,08* (-3,570)	-1,30 (-1,748)	-2,08 (-1,500)	1,86 (0,959)

Figuur 1: Cumulatief abnormale rendementen voor de sub-populaties wel/geen overnamedreiging



structies die werden aangekondigd tijdens een overnamedreiging worden verwijderd, verdwijnen de significante koersreacties. In elke event window worden insignificant koersreacties gemeten.

De subpopulatie waarbij sprake is van een overnamedreiging laat geheel andere koersreacties zien. In zowel de periode van 20 dagen als de periode van 5 dagen voor de aankondiging van de beschermingsconstructie worden significante koersstijgingen gemeten van 3,94% respectievelijk 2,05%. Op de dag van aankondiging van de beschermingsconstructie wordt een significante koersdaling gemeten van -1,08% met een percentage negatieve abnormale rendementen van 62,7%. In figuur 1 is het verloop van het cumulatief abnormale rendement (CAR) van de subpopulaties wel/geen overnamedreiging in de periode -20,20 grafisch weergegeven. De CAR van de populatie geen overnamedreiging ligt bijna de gehele periode tussen de 0% en -1%. Pas in de laatste 7 dagen daalt de CAR tot bijna -2%. De CAR is nergens significant. In de subpopulatie wel overnamedreiging stijgt de CAR tot ruim 4%, waarna deze na de aankondiging van de beschermingsconstructie ruim 1% daalt. De CAR zakt niet helemaal terug naar 0%, maar blijft rond de 2% liggen. Waarschijnlijk wordt nog steeds een verwachte overnamepremie in de koers verdisconteerd. De markt acht de kans op overname kennelijk niet geheel uitgesloten, ondanks de beschermingsconstructie.

4.2 Abnormale rendementen bij uitgifte van preferente aandelen

Tabel 4 geeft de koersreacties na de aankondiging van een uitgifte van preferente aandelen in de situatie van wel en geen overnamedreiging.

Uit tabel 4 blijkt duidelijk het verschil in koersreactie na de aankondiging van de uitgifte van preferente aandelen bij wel of geen aanwezigheid

van een overnamedreiging op de dag van aankondiging. Bij afwezigheid van een overnamedreiging is de koersreactie een insignificant -0,06%, bij aanwezigheid een significante -1,05%. Ook in de periode van 5 dagen voor en 5 dagen na de aankondiging worden bij aanwezigheid van een overnamedreiging significante koersreacties gevonden van 2,57% respectievelijk -2,21%, terwijl bij afwezigheid van een overnamedreiging geen significante koersreacties worden gevonden.

Het abnormale rendement in de event window [0,20] is in de populatie geen overnamedreiging sterker negatief dan in de populatie wel overnamedreiging. In de periode [-20,-1] verschillen de koersreacties nauwelijks van elkaar. Voor beide populaties geldt echter dat de abnormale rendementen in deze windows niet significant zijn.

De resultaten in tabel 4 en 6 (zie Appendix) geven een verdere ondersteuning aan het bestaan van een relatie tussen overnamedreiging en koersreactie. Is er geen overnamedreiging, dan veroorzaakt de aankondiging van een beschermingsconstructie geen significante koersreactie, ook niet voor bepaalde soorten beschermingsconstructies. Is er wel een overnamedreiging, dan veroorzaakt de aankondiging van een beschermingsconstructie een significante koersdaling.

4.3 Soort overnamedreiging

In dit onderzoek wordt een overnamedreiging aanwezig geacht als (1) er een bod op de onderneming is gedaan vóór de aankondiging van een beschermingsconstructie, (2) als er sprake is van speculatieve aandacht over een mogelijke overname in het Financieele Dagblad of (3) als een derde een belang in de onderneming heeft genomen. Deze definitie is breder dan de onderzoeken uit paragraaf 2.2, waar alleen een daadwerkelijk bod als overnamedreiging wordt beschouwd. In tabel 5 zijn de koersreacties per soort overnamedreiging weergegeven.

Tabel 4: De abnormale rendementen rond de uitgifte van preferente aandelen in de situatie van wel of geen overnamedreiging

<i>Uitgifte preferente aandelen</i>	<i>[-20,-1]</i>	<i>[-5,-1]</i>	<i>[0]</i>	<i>[0,5]</i>	<i>[0,20]</i>
Geen overnamedreiging (n=11)	3,00 (1,405)	-0,24 (-0,223)	-0,06 (-0,122)	-0,13 (-0,111)	-4,33 (-1,980)
Wel overnamedreiging (n=27)	2,92 (1,591)	2,57%* (2,801)	-1,05* (-2,544)	-2,21* (-2,195)	-2,57 (-1,365)

Tabel 5: Abnormale rendementen per soort overnamedreiging

	<i>[-20,-1]</i>	<i>[-5,-1]</i>	<i>[0]</i>	<i>[0,5]</i>	<i>[0,20]</i>
Overnamedreiging totaal (n=43)	3,94* (2,911)	2,05* (3,025)	-1,08* (-3,570)	-1,30 (-1,748)	-2,08 (-1,500)
Daadwerkelijk bod (n=8)	7,61* (2,881)	1,50 (1,133)	-1,83* (-3,097)	0,24 (0,237)	-2,00 (-0,739)
Speculatie/hoge omzetten (n=13)	4,69 (1,550)	4,27* (2,825)	-1,89* (-2,802)	-2,37 (-1,432)	-6,36* (-2,053)
Belang door derde (n=22)	2,16 (1,198)	0,93 (1,033)	-0,33 (-0,808)	-1,21 (-1,232)	0,42 (0,229)

Uit tabel 5 blijkt een verschil in resultaten tussen een bod en speculatie enerzijds en een belang genomen door een derde anderzijds. In het laatste geval worden in geen enkel event window significante koersreacties gevonden. Indien er sprake is van een bod of speculatie veroorzaakt de aankondiging van een beschermingsconstructie een significante koersdaling van -1,83% respectievelijk -1,89%. Het positieve abnormale rendement in de pre-event periode bij de ondernemingen waar sprake is van speculatie wordt volledig teniet gedaan door de beschermingsconstructie. Bij de ondernemingen waarop een bod is gedaan verdwijnt het positieve abnormale rendement niet geheel. Het lijkt alsof de beschermingsconstructies de kans van slagen van het bod volgens de markt verkleinen, doch niet geheel teniet hebben gedaan. De populatie (n=8) is echter te klein om uit de koersreactie bindende conclusies te trekken. Van de 8 ondernemingen waarop een bod is uitgebracht zijn er uiteindelijk 5 overgenomen. In 2 gevallen was er sprake van een vriendelijk bod en 2 ondernemingen zijn door een derde overgenomen. Het is slechts 1 keer voorgekomen dat een onderneming tegen de wil van het bestuur is overgenomen door de initiële bidder. Het betrof de overname van de Tilburgsche Waterleiding Maatschappij door Lantana Beheer in 1979. Voor zover wij weten is dit tevens de enige bestuursonvriendelijke overname in de periode 1960 tot heden.

5 Samenvatting en conclusies

Samenvatting

Bij de analyse van de resultaten van Angelsaksische empirische onderzoeken naar de invloed van beschermingsconstructies op aandelenkoersen is een onderscheid aangebracht naar de aan- of

afwezigheid van een overnamedreiging. Uit deze analyse blijkt dat beschermingsconstructies geen invloed hebben op de aandelenkoers bij afwezigheid van een overnamedreiging. Indien er wel sprake is van een overnamedreiging, veroorzaakt de aankondiging van een beschermingsconstructie een significante koersdaling. Dezelfde resultaten kregen wij bij een onderzoek naar de koersreactie rond aankondigingen van beschermingsconstructies door aan de Amsterdamse Effectenbeurs genoteerde ondernemingen. In de periode van 20 dagen voor de aankondiging van de beschermingsconstructie stijgt de koers een significante 3,94%. Op de dag van aankondiging van de beschermingsconstructie is de koersverandering een significante -1,08%. Deze daling is zelfs 1,83% en 1,89% bij die ondernemingen waarbij sprake is van een daadwerkelijk bod respectievelijk overnamespeculatie. Wij vonden geen aanwijzing dat het soort beschermingsconstructie van invloed is op de koersreactie.

Interpretatie

Door voorstanders wordt aangevoerd dat van de aanwezigheid van een goede bescherming een potentieel positief effect uitgaat. De versterkte onderhandelingspositie van de ondernemingsleiding zal kunnen leiden tot een beter bod bij overname. Dit zou betekenen dat het daadwerkelijke effect van beschermingsconstructies slechts afgemeten kan worden aan de hoogte van de daadwerkelijke biedpremie bij een eventuele overname.

Voor een duidelijk antwoord op de vraag naar het totale effect van beschermingsconstructies voor aandeelhouders dient derhalve zowel naar het koersverloop op korte termijn als op lange termijn te worden gekeken.

De in dit onderzoek gehanteerde methode van 'event-study' is gericht op de korte termijn, zodat over een eventueel effect op langere termijn (dat wil zeggen: het verdere verloop van het eventuele overnameproces) geen uitspraken gedaan kunnen worden.

Voorts is in dit onderzoek geen aandacht besteed aan het effect van de beperking van de zeggenschap van aandeelhouders op lange termijn, dat als belangrijke bijwerking van beschermingsconstructies geldt.

De gevonden resultaten geven daarom slechts een gedeeltelijk antwoord op de vraag of beschermingsconstructies gunstig of ongunstig zijn voor aandeelhouders.

Interpretatie van het korte-termijneffect levert een ongunstig beeld op voor aandeelhouders.

Indien beleggers op grond van ervaringen zouden mogen verwachten dat de installatie van een beschermingsconstructie daadwerkelijk tot een hoger bod bij een eventuele overname zou leiden, dan zou deze verwachting tot een positief abnormaal rendement leiden.

De negatieve koersreactie in de situatie van

overnamedreiging duidt erop dat beleggers deze actie van de ondernemingsleiding als ongunstig interpreteren. Het bekend worden van de weerstand van het management tegen de mogelijke overname doet de aangegroeide 'overnamepremie' (het positieve abnormale rendement voorafgaand aan de beschermingsconstructie) gedeels uit de koers verdwijnen.

De Nederlandse praktijk geeft voeding aan dit gebrek aan vertrouwen van beleggers. Het aantal geslaagde bestuursonvriendelijke overnames vanaf 1960 staat momenteel op één (de overname van de Tilburgsche Waterleiding Maatschappij door Lantana Beheer in 1979).

Conclusie

Aanwijzingen dat beschermingsconstructies in het voordeel van aandeelhouders zijn kwamen niet uit het onderzoek naar voren. Met de nodige voorzichtigheid kan daarom gesteld worden dat de gevonden onderzoeksresultaten geen ondersteuning vormen voor de 'stockholder wealth' hypothese. Het korte-termijneffect van beschermingsconstructies in de situatie van overname-

Tabel 6: De abnormale rendementen per soort beschermingsconstructie in de situatie van geen overnamedreiging

	[-20,-1]	[-5,-1]	[0]	[0,5]	[0,20]
Totaal (n=135)	-0,55 (-0,689)	0,31 (0,784)	0,17 (0,959)	0,18 (0,415)	-1,27 (-1,559)
Uitgifte preferente aandelen (n=11)	3,00 (1,405)	-0,24 (-0,223)	-0,06 (-0,122)	-0,13 (-0,111)	-4,33 (-1,980)
Optie preferente aandelen (n=22)	-0,40 (-0,254)	-0,11 (-0,134)	0,35 (0,978)	-0,76 (-0,880)	-2,41 (-1,485)
Machtiging preferente aandelen (n=41)	-2,15 (-1,298)	0,90 (1,084)	-0,05 (-0,133)	0,67 (0,738)	-1,01 (-0,597)
Overige machtigingen ¹⁾ (n=42)	-0,41 (-0,292)	0,14 (0,200)	0,25 (0,796)	0,42 (0,548)	-0,18 (-0,126)
Zware beschermingsconstructies ²⁾ (n=12)	-0,64 (-0,230)	-0,23 (-0,168)	0,48 (0,779)	0,37 (0,242)	-0,75 (-0,263)
Lichte beschermingsconstructies ³⁾ (n=7)	2,12 (0,779)	1,10 (0,745)	0,25 (0,416)	-0,98 (-0,658)	-1,75 (-0,625)
Intrekkingen (n=11)	-0,13 (-0,047)	-1,36 (-0,964)	-0,26 (-0,408)	0,34 (0,218)	-0,63 (-0,217)

¹⁾ Bevat machtigingen tot inkoop van aandelen en uitgifte van aandelen.

²⁾ 1 uitgifte van aandelen, 2 crown jewel/poison pill constructies, 4 prioriteitsaandelen, 3 structuurvennootschappen, 2 niet-royeerbare certificaten.

³⁾ 4 beperkt royeerbare certificaten, 1 inkoop van aandelen en 2 overige beschermingsconstructies.

dreiging geeft enige ondersteuning aan de 'management entrenchment' hypothese.

APPENDIX

Soort beschermingsconstructie

In tabel 6 op pag. 269 zijn de koersreacties per soort beschermingsconstructie bij afwezigheid van een overnamedreiging weergegeven.

Op de dag van de aankondiging wordt voor de diverse soorten beschermingsconstructies een insignificant abnormaal rendement gemeten tussen -0,06% en 0,48%. Ook in de periode voor en na de aankondiging zijn de abnormale rendementen insignificant. De laatste regel van tabel 6 bevat de koersreactie na de aankondiging van een intrekking van een beschermingsconstructie. Uit de tabel blijkt dat ook hier geen significante koersreactie is gevonden. Alhoewel de populatie klein is ($n=11$) en er daardoor geen bindende conclusies aan verbonden kunnen worden, komt dit resultaat wel overeen met de overige koersreacties uit tabel 6. Immers, als de aankondiging van een beschermingsconstructie bij afwezigheid van een overnamedreiging geen koersreactie veroorzaakt, kan verwacht worden dat de intrekking van een beschermingsconstructie ook geen koersreactie veroorzaakt.

Diepenhorst, A.I., *Beveiliging tegen verrassende overnamebiedingen*, VEB, 16 oktober 1969.

Economische Statistische Berichten, *themanummer Fusies en Overnames*, 1988.

Jarrel, G.A. & A.B. Poulsen, (1987), Shark Repellents and Stock Prices, The Effects of Anti-takeover Amendments Since 1980, *Journal of Financial Economics*, p. 127-168.

Linn, S.C. & J.J. McConnell, (1983), An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices, *Journal of Financial Economics*, p. 361-399.

Malatesta, P.H. & R.A. Walkling, (1988), Poison Pill Securities, Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, p. 347-376.

Malitz, I.B., B. Lauterbach & M.S. Long, (1991), *Model Specification, Information Asymmetry and Antitakeover Defenses*, European Finance Association, Rotterdam, working paper.

Ryngaert, M., (1988), The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, p. 377-417.

Starremans, P., (1991), *Beschermingsconstructies, een Empirisch Onderzoek*, doctoraal scriptie, vakgroep Financiering & Belegging, Erasmus Universiteit Rotterdam.

Vereniging voor de Effectenhandel, (1988), *Rapport inzake de toepassing van beschermingsconstructies*, Amsterdam.

Voogd, R.P., (1989), *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, Deventer.

LITERATUUR

Bradley, M., & L.M. Wakeman, (1983), The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases, *Journal of Financial Economics*, p. 301-328.

Brown, S.J. & J.B. Warner, (1980), Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics*, p. 205-258.

Brown, S.J. & J.B. Warner, (1985), Using Daily Stock Returns, The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics*, p. 3-31.

Cantrijn, D. & R. Kabir, (1992), De Invloed van de Invoering van Preferente Beschermingsmaatregelen op Aandelenkoersen van Nederlandse Beursgenoteerde Ondernemingen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, p.328-340.

Dann, L.Y. & H. DeAngelo, (1988), Corporate Financial Policy and Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, p. 87-127.

DeAngelo, H. & E.M. Rice, (1983), Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, p. 329-360.

NOTEN

1 Van de 437 berichten betrof het 48 keer een bericht met aanvullende informatie en 113 keer een confounding event. Van de overige berichten vonden 66 plaats voor 1 juli 1973, een periode waar Datastream geen dagkoersen van heeft. In 21 gevallen konden er geen koersen worden gevonden in Datastream. De dataset bij de modellen die gebruik maken van de CBS herbeleggingsindex bestaat uit 158 events, waarvan 7 intrekkingen. De CBS herbeleggingsindex wordt pas vanaf 1980 berekend.

2 Naast de berekening van de t-statistic voor elk abnormaal rendement, is ook het percentage negatieve abnormale rendementen berekend. Indien het percentage abnormale rendementen overeenkomt met de grootte en richting van het gemiddelde abnormale rendement, betekent dit dat het gemiddelde abnormale rendement niet veroorzaakt wordt door één uitschieter. Met uitzondering van de kleine populaties (tot $n=12$) kwam het percentage negatieve abnormale rendementen overeen met de koersreactie.