

- LACHENBRUCH, P.A., *Discriminant analysis*, Hefner Press, New York, (1975).
- LADD, G., "Linear Probability functions and discriminant functions", *Econometrica*, 33, (1965), p. 873-885.
- LEV, B., *Financial Statement Analysis: A New Approach*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., (1974).
- MENSAH, J.M., "An examination of the stationarity of multivariate bankruptcy prediction models: A methodological study", *Journal of Accounting Research*, 22 (1984), 1, pp. 380-395.
- MICHON, R., *Financiële ratio-analyse opnieuw overwogen*, Universiteit Twente, Enschede, (1988).
- OOGHE, H., B. COOREVITS en E. VERBAERE, "Overzicht van onderzoeken i.v.m. falingsprevisie", *Bedrijfskunde*, 53 (1981), 4, pp. 344-362.
- OOGHE, H., B. COOREVITS en E. VERBAERE, "Overzicht van onderzoeken i.v.m. falingsprevisie", *Bedrijfskunde*, 54 (1982), 1, pp. 80-96.
- OOGHE, H., B. COOREVITS en E. VERBAERE, "Overzicht van onderzoeken i.v.m. falingsprevisie", *Bedrijfskunde*, 54 (1982), 2, pp. 186-192.
- OOGHE, H. en E. VERBAERE, "Determinanten van falingsprevisie: verklaring en predictie", Rijksuniversiteit Gent, Accountancy-Bedrijfsfinanciering-Beleidsinformatie, Gent, (1982).
- TAFFLER, R. en H. TISSHAW, "Going, Going, gone - four factors which predict", *Accountancy (U.K.)*, 88 (1003), (1977), pp. 50-54.
- VERSTEEG, A.G., "Faillissementsvoorspelling ten behoeve van de kredietbewaking", Universiteit Twente, Enschede, (1987).
- ZMIJEWSKI, M.E., "Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models", *Journal of Accounting Research*, 22 (1984), Supplement pp. 59-82.

Abstract

Financial Ratio Analysis

Throughout the past years numerous authors have been engaged in the problem of identifying significant differences, based on financial ratios, between ongoing companies and those which ultimately failed. Although the empirical results of those studies look promising, there has been a lot of criticism on these early warning system oriented studies as well as suggestions to expand financial ratio analysis with other independent variables.

In this article the authors reassess the expressed criticism, paying special attention to the suggested inconsistency of the empirical results of the various ratio analytical studies and the assumed absence of a theoretical foundation of those studies. Furthermore, they want to investigate the contribution of decomposition measures to bankruptcy prediction models, an expansion suggested by Lev.

Cynthia Van Hulle *

Overnameactiviteit in België: de gevolgen van veranderingen in omgeving en wetgeving

Deze bijdrage geeft een overzicht van de regels waaraan het verwerven van controle in een op de beurs genoteerd bedrijf in België onderworpen is. In het bijzonder wordt aandacht besteed aan het publiek bod, aan de systematische aandelenverwerving op de beurs en aan de verwerving van een controlepakket in een privé-transactie. Vanuit rechtskundig oogpunt is de reglementering ter zake recentelijk grondig gewijzigd via de wetten van 2 en 9 maart 1989. Een vergelijking met de vroegere regels wordt gemaakt, evenals een analyse van de economische gevolgen van deze herregulering. Uit de analyse blijkt dat vermoedelijk enkel de meldingsplicht, zoals bepaald in de wet van 2 maart 1989, een belangrijk effect zou kunnen hebben. De resultaten uit het empirisch onderzoek ondersteunen de hypothese dat deze maatregel waarschijnlijk een bestendigende invloed heeft gehad op het overnameproces. Gezien de beperkte steekproefgrootte is het echter raadzaam de resultaten voorzichtig te interpreteren.

Inleiding

Met enige vertraging ten opzichte van de Angelsaksische landen zijn de laatste jaren, in continentaal Europa, fusies en overname in het kader van bedrijfsherstructureringen aan de orde van de dag. Deze bijdrage neemt de overname van op de beurs genoteerde ondernemingen in België onder de loep voor twee periodes, namelijk tijdens de tijdsspanne 1970-1985 en in de recente periode 1986-1990. Het laatstgenoemde tijdsinterval is zeker de moeite van het bekijken waard. Immers, het is

* K.U. Leuven. Ik dank graag de heer E. Naert van de Commissie voor het Bank- en Financieel Economisch Tijdschrift en de heer H. Smedts van de Financieel Economische Tijdschrift voor het ter beschikking stellen van empirische gegevens. Ook gaat dank naar professor L. Vanthienen voor goede suggesties en naar T. Haesebrouck, K. Huysmans en Y. Song voor de hulp bij de praktische uitvoering van het onderzoek.

de tijd waarin het idee van Europa 1992 zich heeft ontwikkeld en vele bedrijven zich op de consequenties van de Europese economische eenmaking zijn gaan voorbereiden. Voor een groot aantal onder hen betekende dit overname van andere bedrijven. Het is ook de periode waarin, na de overnamestrijd om de Generale Maatschappij, vele regels met een directe of indirecte impact op overname van op de beurs genoteerde bedrijven, belangrijke herzieningen hebben ondergaan. Denken we b.v. maar aan de wet van 2 maart 1989, die een meldingsplicht op belangrijke participaties invoert. Tegelijkertijd hebben zich ook in de financiële markten ingrijpende wijzigingen voorgedaan. De financiële engineering en haar toepassingen in het verwerven of behouden van de bedrijfscontrole hebben zich in snel tempo ontwikkeld, zoals wordt geïllustreerd door de invoering van constructies die een onverhoedse beursoverval bemoeilijken (de zogenaamde "poison pills"). Kortom, een analyse van de periode 1986-1990 maakt het mogelijk het overnamefenomeen te bekijken in een tijd van grote turbulentie en te zien hoe de participanten in de markt van bedrijfscontrole zich aanpassen aan zich snel wijzigende omstandigheden. Dergelijke aanpassingsfenomenen kunnen het best worden bestudeerd wanneer men ook beschikt over empirisch materiaal van vóór de periode van de veranderingen. Dergelijke gegevens zijn inderdaad beschikbaar in het kader van een vorige studie die de periode 1970-1985 bestrijkt. Voor deze bijdrage worden de gegevens aangevuld met data uit de periode 1986-1990.

Deze bijdrage heeft verscheidene doelstellingen. Vooreerst beoogt zij het Belgische institutionele kader en de recente veranderingen inzake de overname van op de beurs genoteerde bedrijven te schetsen. Daarnaast geeft zij een analyse van de mate waarin de overnameregels werkelijk veranderd zijn en onderzoekt zij de mogelijke impact van dergelijke veranderingen op overnamepremies en op het aandelengedrag van de doelwitvennootschap en de bidder. Dit gedrag van de aandelenprijs ten tijde van het uitbrengen van een publiek overnamebod kan erg informatief zijn. Immers, de aandelenprijzen reflecteren de toekomstverwachtingen van het beleggerspubliek. Indien een voldoende aantal beleggers goed geïnformeerd is, kan het aandelengedrag dan ook belangrijke indicaties geven over het verloop van een overname. Ten slotte wordt met empirisch materiaal voor België nagegaan in welke mate mogelijke voorspelde verbanden zich effectief realiseren.

Het artikel is als volgt gestructureerd. Sectie 1 geeft een overzicht van de oude en nieuwe overnameregels voor op de beurs genoteerde bedrijven in België. Ook een aantal elementen van de recente herregulering van de financiële markten met mogelijke consequenties voor overname

komen aan bod. Sectie 2 geeft een bespreking van de reële veranderingen en van mogelijke gevolgen. Sectie 3 is gewijd aan het empirisch materiaal: de resultaten van een studie over de periode 1970-1985 worden vergeleken met resultaten van gegevens uit de periode 1986-1990. In sectie 4, ten slotte, volgen de besluiten.

1. Regulering: oude en nieuwe regels¹

Vóór 1989 werden de transacties die aanleiding gaven tot een verschuiving in de controle over een op de beurs genoteerd bedrijf geregeld door de wetgeving uit 1935 omtrent de openbare uitgifte van effecten. De Bankcommissie² verkreeg immers in 1964 het toezicht over de bovengenoemde controletransacties, en paste, naar analogie, de regels voor de openbare uitgifte van effecten toe. Weliswaar had de Bankcommissie deze wetgeving door de jaren heen aangevuld met door haar ingenomen standpunten die als richtlijn voor de marktpartijen werden gehanteerd. De juridische grondslag van deze standpunten was echter niet altijd zo duidelijk. Gedurende vele jaren bleek dit geen onoverkomelijk probleem te zijn. Het gebrek aan rechtszekerheid in de spelregels liet zich duidelijk gevoelen begin 1988, toen zich voor het eerst in verschillende jaren een poging tot vijandige overname van een belangrijke op de beurs genoteerde onderneming voordeed (het geval van de Generale).³ In het oude systeem had de Bankcommissie essentieel geen enkele dwingende bevoegdheid. Alles steunde op het morele gezag van deze instelling en het vrijwillig meewerken van alle betrokken partijen. Bovendien mocht de Bankcommissie zich niet uitspreken over de grond van de zaak⁴; zij kon enkel nagaan of het publiek naar behoren

1 Een grondige studie van de vroegere regels inzake de overname van op de beurs genoteerde bedrijven in België is te vinden in Witterwulge (1988). Een heldere bespreking van de wetten van 2 en 9 maart 1989 en van de uitvoeringsbesluiten wordt gegeven in Nelissen Grade (1990). De bespreking in sectie 1 is grotendeels gebaseerd op deze twee werken.

2 De Bankcommissie werd recentelijk omgedoopt in Commissie voor het Bank- en Financieuzen. In de tekst wordt de oude naam gebruikt, omdat deze over de beschouwde periode 1970-1990 van toepassing was.

3 In de periode 1964-1988 kwam het in België zelden voor dat de controlestrijd op de beurs werd uitgevochten. De bekendste gevallen waar er van enige strijd sprake was (zonder noodzakelijkerwijze aanleiding te geven tot een publiek overnamebod) zijn de zaak Sofina (1964), de schermutselingen die voorafgingen aan de fusie van de groep Lambert met Cofinindus (1972), de zaak General Biscuits (1976).

4 Ook na de wetwijziging mag de Bankcommissie zich niet uitspreken over de grond van de zaak; zij heeft echter wel dwingende bevoegdheden gekregen. Zie de hiernavolgende bespreking van de wet van 2 en 9 maart 1989.

werd geïnformeerd. Was de informatie toereikend, dan verleende zij het "nihil obstat", waardoor de Bankcommissie liet weten geen bezwaar te hebben tegen de voorgenomen verrichting. In het andere geval kon de Bankcommissie de verrichting voor een termijn van maximum drie maanden opschorten en haar advies bekend maken.

Sinds de wet van 2 maart 1989 (uitvoeringsbesluiten van 10 mei 1989 en 8 november 1989) en 9 maart 1989 zijn, althans op zuiver juridisch vlak, de wettelijke regels aangaande controleverwerving in een op de beurs genoteerd bedrijf grondig gewijzigd. Principieel streven deze wetten een betere informatieverstrekking na, gekoppeld aan de zorg alle aandeelhouders op voet van gelijkheid te behandelen. Daartoe hebben een aantal van de door de Bankcommissie voordien reeds toegepaste regels een wettelijke basis gekregen. Bovendien heeft de Commissie dwingend de bevoegdheden verworven en worden bijkomende verplichtingen, voornamelijk op het vlak van de informatieverstrekking, wettelijk opgelegd. In principe kon en kan nog steeds de controle in een op de beurs genoteerd bedrijf worden verworven op vier manieren: via "stille" aankopen van de aandelen, via het overkopen van een controlepakket in een privé-transactie, via een publiek bod en via een fusie. De wetwijzigingen hebben voornamelijk implicaties voor de eerste drie wijzen van controleverwerving, die op elkaar blijken in te grijpen. Zoals in de inleiding aangegeven behandelt deze bijdrage het publieke overnamebod. Wegens de zonet vermelde verstrengeling worden echter hierna de oude en nieuwe regels inzake "stille" aankopen en de verwerving van een controlepakket eveneens (maar dan kort) toegelicht.

1.1 "Stille" aankopen

Vóór de wet van 2 maart 1989 was de verwerving van controle in een doelwitvennootschap via systematische aankopen op de beurs in principe niet gereguleerd. De Bankcommissie had echter in deze materie een standpunt ingenomen waarbij dergelijke politiek werd beschouwd als een verdoken openbaar bod en daarom onderworpen aan haar controle. Het is evident dat een dergelijke ongereguleerde stille aandelenverwerving een ideale aanloop kon vormen tot een vijandig bod (ze behoorde trouwens tot de voorbereiding van De Benedetti's raid op de Generale). Het eerste deel van de genoemde wet (uitvoeringsbesluit van 10 mei 1989) maakt een *onverwachte* aanval na systematische beursaankopen onmogelijk. Weliswaar wordt voor een potentiële overnemer systematische aandelenverwerving via de beurs niet uitgesloten, maar het is niet meer mogelijk pakketten van meer dan 5 % te verzamelen zonder dit publiek bekend te maken. Ook later, wanneer de spilwaar-

den van 10 %, 15 %, 20 %, ... (d.w.z. veelvoud van 5 %) worden overschreden, is kennisgeving verplicht. Vennootschappen kunnen statutair de spilwaarden verminderen tot veelvoud van 3 %.⁵ Bovendien bepaalt artikel 6 van de wet dat stemrechten verbonden aan aandelen waarvan het bezit niet tenminste 45 dagen voor de Algemene Vergadering bekend is gemaakt, niet kunnen worden uitgeoefend op deze Algemene Vergadering. Gegeven de openbaarheid van een publiek bod, is deze laatste regel niet van toepassing op de aandelen gekocht in het kader van een dergelijk bod. Het is duidelijk dat deze wetgeving het volgen van de regels van een publiek overnamebod wenst te bevoordelen. Het resultaat is echter dat raids hun onverwachte karakter verliezen en in een aantal gevallen zelfs volkomen uitgesloten worden. Immers, aangezien bij een overname de tijd soms een cruciale rol speelt, is het verlies van het onverwachte karakter een belangrijk nadeel voor de raider. Bovendien verliest de overnemer de mogelijkheid om, vóór het publieke bod, "goedkoop" een initiële eigendomspositie op te bouwen, waardoor voor hem de overname economisch oninteressant kan worden.

1.2 Verhandeling van controlepakketten

Vóór de wet van 2 maart 1989 werden privé-transacties in controlepakketten beheerst door een aantal richtlijnen van de Bankcommissie, richtlijnen die de Commissie deed naleven op basis van haar moreel gezag. Daar zij er steeds naar streefde alle aandeelhouders gelijk te laten behandelen, was een van haar standpunten dat, telkens wanneer in een privé-transactie grote aandeelhouders hun aandelen konden verkopen tegen een prijs boven de beursprijs, alle kleine aandeelhouders de kans moesten krijgen om te verkopen tegen dezelfde gunstige voorwaarden. Vandaar dat in de praktijk een privé-transactie in een controlepakket meestal werd gevolgd door een publiek bod op alle aandelen tegen de prijs in de privé-verhandeling.⁶ Ook wanneer de Bankcommissie oordeelde dat door de transactie de structuur van het aandeelhouderschap van de doelwitvennootschap grondig veranderde, verlangde zij vanwege de koper een bod op alle in het publiek uitstaande aandelen. Daarom werd in de praktijk, vóór een privé-transactie in een

⁵ Deze nieuwe regels zijn in overeenstemming met de bestaande wetgeving ter zake in een aantal Angelsaksische landen. Zo b.v. geldt de spilwaarde van 5 % in de Verenigde Staten en de spilwaarde van 3 % in het Verenigd Koninkrijk.

⁶ Uit de empirische gegevens in Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990) bleek dat de meerderheid van de publieke biedingen in België volgde op een verschuiving van een controlepakket. Ook Witterwulge (1988) wijst op het belang van deze "volgbiedingen" in de Belgische praktijk.

controlepakket plaatsvond, het advies van de Bankcommissie ingewonnen. In het tweede deel van de wet van 2 maart 1989 (uitvoeringsbesluit 8 november 1989) krijgen de meeste van deze net besproken gedragscodes kracht van wet.⁷ Praktisch bepaalt dit uitvoeringsbesluit een procedure van kennisgeving aan de Bankcommissie vooraleer de transactie plaatsgrijpt. Deze kennisgeving omvat het overmaken van een dossier ten minste vijf dagen vóór de geplande verschuiving. De Bankcommissie maakt deze kennisgeving niet publiek bekend; er moet echter wel voldaan worden aan het eerste deel van de wet van 2 maart 1989 (d.w.z. publieke kennisgeving wanneer spilwaarden in het bezit van aandelen worden overschreden, zie 1.1). Voldoen de betrokken partijen niet aan deze verplichting, dan kan de Bankcommissie opschorting eisen bij de rechtbank.

Als een premie wordt betaald boven de marktprijs, dan is de koper verplicht, hetzij via een publiek bod op alle nog uitstaande aandelen, hetzij via een verplichting tot koershandhaving⁸, aan alle aandeelhouders de kans te geven om uit te stappen tegen dezelfde voorwaarden als in de privé-verhandeling.

1.3 Het publieke overnamebod

Zoals reeds vermeld, valt het toezicht op het publieke overnamebod sinds 1964 onder de jurisdictie van de Bankcommissie. Bij ontstentenis van een specifieke wetgeving tot 1989, stelde de Bankcommissie, naar analogie van de wetgeving van 1935 inzake de publieke uitgifte van effecten, een aantal richtlijnen voorop waarvan zij verwachtte dat de betrokkenen ze zouden naleven. Gezien de aard van de wetgeving van 1935, betroffen de richtlijnen dan ook voornamelijk de procedure die moest worden gevolgd bij het vrijgeven van informatie. De overnemer moest vijftien dagen op voorhand de Bankcommissie in kennis stellen van het komende bod en een dossier overhandigen met daarin een ontwerp-prospectus. Daarop werd de Raad van Bestuur van de doelwitven-

7 Vóór de wet van 2 maart 1989 behoorde enkel de behoorlijke informatieverstrekking tot de wettelijke bevoegdheden van de Bankcommissie. In deze wet is daar het beginsel van de gelijkheid van de effectenhouder aan toegevoegd. Daarom is het ook niet verwonderlijk dat de eerder beschreven gedragscodes betreffende de verschuiving van controlepakketten grotendeels in het uitvoeringsbesluit van 8 november 1989 worden overgenomen.

8 In de nieuwe wetgeving wordt de koershandhaving nagenoeg op dezelfde wijze behandeld als het publieke bod. Vanuit het standpunt van de kleine belegger is er ook weinig verschil, aangezien zowel het openbaar bod als de koershandhaving het hem mogelijk maken zijn aandelen te verkopen tegen de prijs zoals opgegeven door de controleverwerper.

nootschap ingelicht. Deze laatste kreeg de gelegenheid om opmerkingen te formuleren over het ontwerp-prospectus alsook om een advies te richten aan de aandeelhouders van hun bedrijf omtrent de wenselijkheid al of niet op het bod in te gaan. Ook over de procedure van een eventueel tegenbod bestonden richtlijnen. Deze behelsden o.a. dat een later bod altijd een hogere prijs moest meekrijgen dan de voorgaande.

Zowel het tweede deel van de wet van 2 maart 1989 als de wet van 9 maart 1989 hebben implicaties voor het openbaar bod. In deel twee van de eerstgenoemde wet en het corresponderende uitvoeringsbesluit worden de aard van de toegelaten biedingen en de te volgen procedure vastgelegd. De rol van de wet van 9 maart 1989 bij het publieke bod behelst voornamelijk het prospectus.⁹

De laatstgenoemde wet bepaalt allereerst dat het prospectus wettelijk verplicht is. In de tweede plaats verruimt de wet de bevoegdheden van de Bankcommissie door de vroegere adviesbevoegdheid van het "nihil obstat" (zie hierboven) een dwingend karakter te geven. In het bijzonder mag de Commissie haar goedkeuring van het prospectus weigeren; in dit laatste geval mag de bieder dit document niet openbaar maken en mag ook geen bod worden uitgebracht.

In het uitvoeringsbesluit van de wet van 2 maart 1989 wordt gesteld dat een openbaar bod op 100 % van de uitstaande aandelen moet slaan. Het is echter wel mogelijk dit bod conditioneel te maken op b.v. het bereiken van een voldoende grote meerderheidsparticipatie. Wanneer de bieder betaalt in geld, moeten, vóór het bod begint, voldoende financiële middelen onherroepelijk bij een financiële instelling beschikbaar zijn. Wanneer daarentegen het bod voorziet in een ruil met effecten, moet de bieder op voorhand kunnen garanderen dat hij over een voldoende aantal van deze effecten zal kunnen beschikken.¹⁰ Het is duidelijk dat dergelijke regelingen de overname van voornamelijk grote bedrijven niet vergemakkelijken.¹¹ De wetgever rechtvaardigt deze bepa-

9 De wet van 9 maart 1989 maakt ook *insider trading* strafbaar.

10 Uit de gegevens in Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990) blijkt dat in België betaling via effectenruil uiterst zelden voorkomt.

11 De nieuwe wet is hier strenger dan de bestaande regulering in een aantal andere landen. In de Verenigde Staten b.v. mag een partieel bod worden uitgebracht. Bovendien moet de bieder niet op voorhand over de nodige liquiditeiten beschikken. Verbintenissen vanwege financiële instellingen om een lening uit te geven op het ogenblik dat het bod slaagt, zijn voldoende. Daarenboven kan de bieder nog voor het publieke bod is afgehandeld, kredietlijnen openen op basis van de activa van de doelwitvennootschap. Deze regels zijn van cruciaal belang geweest voor de opkomst van de zogenaamde *junk bond* financiering van raids. De beursovervallen op basis van *junk bonds* staan echter reeds enige tijd onder zware kritiek, en verstrakking van de wetgeving in de toekomst behoort dan ook tot de mogelijkheden.

lingen door aan te halen dat dergelijke voorwaarden ertoe strekken de regelmatigheid en de ernst van het bod te verzekeren. Wat dergelijke regeling alleszins garandeert, is dat de overnemer voldoende kapitaalkrachtig moet zijn en daarnaast ook nog voldoende liquiditeiten of verhandelbare effecten ter beschikking moet kunnen stellen. Het kan echter nooit worden uitgesloten dat de bieder een bod zou uitbrengen, wel wetend dat er een tegenbod zal komen, en dit enkel om de doelwitvennootschap in een bepaalde situatie te forceren.¹²

De vroeger reeds toegepaste richtlijnen betreffende de kennisgeving en de overmaking van een dossier aan de Bankcommissie vooraleer het eigenlijke bod kan beginnen, zijn grotendeels door de wet overgenomen. Nieuw is het feit dat de Bankcommissie het monopolie krijgt over de openbaarmaking van het bod en tevens zorgt voor de mededelingen aan de doelwitvennootschap. De Commissie is echter verplicht ten laatste de dag na de ontvangst van de kennisgeving het nakende bod publiek bekend te maken.¹³ Vanaf de bekendmaking van het bod mag de Raad van Bestuur van de doelwitvennootschap een aantal verrichtingen niet meer uitvoeren. De onderliggende gedachte is dat de beslissing om al dan niet op het bod in te gaan toekomt aan de aandeelhouders; hierbij zou de rol van de Raad van Bestuur beperkt moeten blijven tot het verstrekken van informatie. Vandaar ook dat, vanaf de bekendmaking van het bod, de leiding van de doelwitvennootschap geen beslissingen meer mag nemen die het actief of het passief van hun bedrijf sterk zouden beïnvloeden. De bedoeling van deze regel is de befaamde tactiek van de verkoop van de kroonjuwelen (de vennootschap te verar-

12 Zie b.v. Van Hulle en Sercu (1991a). De vraag die hier onmiddellijk rijst is die van optimale regulering: is het goed publieke overname moeilijker te maken, of niet? Hierbij aansluitend rijst ook de vraag naar het uiteindelijke effect van de regulering. De nieuwe Belgische wetgeving poogt b.v. de grote Belgische bedrijven een zekere bescherming te geven tegen onverwachte raids, en in het bijzonder tegen buitenlandse overnamepogingen. Een element in deze bescherming is de net genoemde verplichting inzake de beschikbaarheid van liquiditeiten. Indien men echter rekening houdt met de relatieve grootte van de Belgische ondernemingen in vergelijking met de kapitalen die ter beschikking zijn van belangrijke internationale groepen, lijkt deze verplichting niet zo effectief. Bovendien zou men zich kunnen afvragen of, indien in de toekomst een raid zou plaatsgrijpen, de bieder niet hoogstwaarschijnlijk een belangrijke internationale groep zou zijn omdat alleen dergelijke marktparticipanten aan de liquiditeitsverplichting kunnen voldoen. Het pro en contra van de bescherming van grote Belgische bedrijven tegen buitenlandse raids valt buiten het bestek van deze bijdrage. Een korte discussie van enkele argumenten pro is te vinden in Keutgen (1990). Een aantal argumenten contra worden geformuleerd in Bohets (1991).

13 Vergelijk met het geval van een kennisgeving van een privé-transactie; bij het verschuiven van een controlepakket maakt de Bankcommissie niets openbaar (zie 1.2).

men met het doel ze minder aantrekkelijk te maken voor de bieder) onmogelijk te maken. In principe mag ook geen kapitaalverhoging buiten voorkeurrecht worden uitgevoerd. Op deze laatste beperking zijn echter uitzonderingen bepaald. In het bijzonder mogen verbintenissen die zijn aangegaan vóór de ontvangst van de mededeling van de Bankcommissie, nog worden uitgevoerd door de Raad van Bestuur. Het gevolg hiervan is dat een aantal populair geworden beschermingsconstructies, zoals de "poison" warrant, ondanks de wet, nog altijd kunnen.¹⁴ Ook mogen, binnen het kader van het toegestaan kapitaal, na de mededeling nog aandelen worden uitgegeven buiten voorkeurrecht, indien de Raad van Bestuur daartoe vooraf expliciet machtiging heeft gekregen van de Algemene Vergadering. Vanaf de bekendmaking van het bod mogen de aandelen van de doelwitvennootschap enkel nog op de beurs worden verhandeld. De bedoeling van deze bepaling is te voorkomen dat buiten de beurs voor belangrijke pakketten aandelen een prijs wordt gegeven boven de prijs van het publieke bod. Om dit alles te kunnen controleren, zijn doelwit en bieder verplicht hun aan- en verkoopverrichtingen te melden aan de Bankcommissie. Normaal hebben aandeelhouders 10 tot 20 dagen de tijd om op een bod in te gaan. Een bod moet echter heropend worden (tegen dezelfde voorwaarden) wanneer de bieder ten minste 90 % van de aandelen verwerft en/of wanneer hij, na het bod, schrapping van de beursnotering van de doelwitvennootschap vraagt. De wet bepaalt wel dat de uitstapmogelijkheid achteraf voorbehouden is voor de aandeelhouders die "te goeder trouw" niet op het oorspronkelijke bod zijn ingegaan. Blijkbaar wisten de opstellers van de wet die aandeelhouders uit te sluiten die om louter speculatieve redenen de uitslag van het bod hebben afgewacht. Aangezien de goede trouw echter a priori wordt vermoed, mag men verwachten dat in de praktijk alle aandeelhouders die tweede uitstapkans zullen krijgen. Dit, in combinatie met de regel dat een bod steeds moet slaan op 100 % van de aandelen, garandeert dat, bij een geslaagd bod, de kleine aandeelhouders steeds de kans hebben volledig uit te stappen tegen de voorwaarden van het initiële bod.

14 De "poison" warrant-beschermingsconstructie bestaat erin dat de Raad van Bestuur, vooraleer er van een publiek bod sprake is, beslist hun vennootschap warrants te laten uitgeven die de leden van de Raad dan aan zichzelf en aan door hen uitgekozen personen en vennootschappen goedkoop of zelfs gratis toekennen. Deze warrants geven recht op de aankoop van nieuw uit te geven aandelen, enkel en alleen op het ogenblik dat een raid wordt uitgevoerd.

2. Regulering en de aard van het bod

Uit de voorgaande bespreking komt naar voren dat zowel de oude regels als de nieuwe wetgeving zich concentreren op twee aspecten: de informatie en informatieverspreiding enerzijds en de gelijke behandeling van alle aandeelhouders anderzijds. Het is evident dat de informatieplicht een belangrijk aspect van de bescherming van de kleine aandeelhouders uitmaakt. Toch vormt ook de gelijke behandeling van alle aandeelhouders eveneens een bescherming voor de kleine belegger. Vandaar dat deze vraag rijst: kunnen wij verwachten dat de verhoogde informatieplicht en de regels voor gelijke behandeling zullen bijdragen tot een grotere opbrengst voor de kleine doelwitaandeelhouders op het ogenblik dat een bod tot stand komt? In deze sectie worden een aantal argumenten hieromtrent van naderbij bekeken.¹⁵

2.1 Informatieplicht en beleggerswinsten voor de kleine doelwitaandeelhouders

Een aantal specialisten op het gebied van bedrijfsovername zijn van oordeel dat het verband tussen informatieplicht en beleggerswinsten gerealiseerd door de kleine doelwitaandeelhouders positief is. In het bijzonder zou de grotere informatieplicht de concurrentie tussen bidders in de hand werken. En daardoor zou de prijs die voor het overnemen van een op de beurs genoteerd bedrijf moet worden betaald, worden opgedreven. In de Verenigde Staten b.v. zouden, na de introductie van de Williams Act in 1968 (deze verhoogde de informatieplicht), de premies betaald bij een overname hoger zijn geworden (Bradley en Jarrell, 1980). Tegelijkertijd zou ook de verwachte winst voor de bidder, zoals gereflecteerd in de aandelenkoersen van de bidder-vennootschap, zijn afgenomen (Schipper en Thompson, 1983). Een soortgelijk fenomeen heeft zich in Frankrijk voorgedaan na de invoering van een stringenter informatieplicht in 1970 (Eckbo en Langohr, 1990). Recentelijk worden deze conclusies echter aangevochten. Zo blijken b.v. de winsten van de kleine doelwitaandeelhouders in het Verenigd Koninkrijk na 1968 ook gestegen te zijn zonder dat zich daar een verandering in de informatieverplichtingen heeft voorgedaan (Franks en Harris, 1989). Bovendien zouden de resultaten uit de bovenvermelde studies voor de Verenigde Staten het gevolg kunnen zijn van ontwikkelingen in de ka-

15 Bij regulering en de mogelijke gevolgen ervan kunnen uiteraard heel wat vragen worden gesteld. Een recent overzicht van in de literatuur beschouwde vragen is te vinden in Tilleman (1990).

pitaalmarkten die zich daar na 1968 hebben voorgedaan (Nathan en O'Keefe, 1989).

Ook voor België is het niet a priori duidelijk wat de gevolgen zijn van de verhoogde informatieplicht, in het bijzonder van de verplichting het bezit van meer dan 5 % van de aandelen in een op de beurs genoteerde vennootschap te melden.

Net zoals in sommige van de vermelde studies zou men kunnen argumenteren dat de melding van het optrekken van de eigendom van aandelen potentiële alternatieve bidders waarschuwt, zodat deze laatsten nog de tijd hebben om te reageren. De melding zou dus de competitie voor de controle over de doelwitfirma kunnen opdrijven en daardoor ook de overnameprijs. Bovendien zou deze informatieplicht leiden tot een beter inzicht in de aandeelhoudersstructuur en daardoor ook de evaluatie van de kansen op succes van een bod kunnen vergemakkelijken.¹⁶ Indien de bovenstaande argumentatie overeenstemt met de praktijk, zouden we mogen verwachten dat in België, na de wetwijzigingen, de beleggerswinst die de kleine doelwitaandeelhouder bij een bod uiteindelijk opstrijkt, toeneemt.

Men zou echter ook kunnen argumenteren dat de meldingsplicht de concurrentie veeleer doet afnemen. Immers, een groot deel van de winst die een overnemer op zak kan steken is afkomstig van de kapitaalwinst op de aandelen die de overnemer bezit vóór het bod (zie o.a. Van Hulle, Vermaelen en de Wouters, 1990). Door de potentiële overnemer de kans te ontnemen een voldoende aantal aandelen vooraf "goedkoop" te kopen, worden een aantal overnames niet meer interessant. Bovendien verliest een vijandig bidder het voordeel van de verrassing, wat de kans op slagen niet verhoogt. In het bijzonder komt het in België zeer veel voor dat de bedrijfscontrole berust bij enkele belangrijke minderheidsaandeelhouders. Gegeven de grootte van de pakketten die deze laatste reeds bezitten, is er niet zoveel tijd nodig om via tegenmaatregelen de controle te vergrendelen. Vijandige biedingen zouden aldus grotendeels worden geëlimineerd. Wat dan nog zou overblijven zouden vriendelijke overnames zijn, waar na overleg met het management van de doelwitfirma een bod zou worden uitgebracht. In het verleden hebben vriendelijke overnames in de Belgische praktijk een zeer belangrijke rol gespeeld.¹⁷ Indien de laatstgenoemde argumentatie zou

16 Zie o.a. Rutteman (1990).

17 Zie Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990) en Wtterwulge (1988).

opgaan in de realiteit, dan zouden we ook mogen verwachten dat er in België, na de wetwijzigingen, weinig verandering komt in de beleggerswinst van de kleine doelwitaandeelhouders.

Welke van de twee bovenstaande argumentaties de meest realistische is, kan enkel op basis van empirische gegevens worden uitgemaakt.

2.2 Gelijke behandeling en beleggerswinsten voor de kleine doelwitaandeelhouders

Uit een vergelijking van de vroegere en de nieuwe regels blijkt dat er voor de praktijk eigenlijk niet zo veel verschillen zijn, althans wat de gelijkberechtiging van alle aandeelhouders betreft. De meest in het oog springende verandering is de bepaling dat enkel nog een bod voor 100 % van de aandelen mag worden uitgebracht, alsook de verplichting het bod te heropenen ingeval de bieder ten minste 90 % van de aandelen verwerft en/of de beursnotering van de doelwitfirma wenst te schrappen. In vergelijking met het verleden zal de eerstgenoemde maatregel echter waarschijnlijk weinig impact hebben, daar vroeger reeds het overgrote deel van de biedingen 100 % eigendom beoogden. Zo blijkt uit de reeds aangehaalde studie van Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990) dat, in de periode 1970-1985 in België, de bidders na het bod gemiddeld 95 % van de aandelen van de doelwitfirma hadden verworven. De tweede wijziging in de regels, namelijk het verplicht heropenen van het bod onder bepaalde omstandigheden, zal waarschijnlijk ook weinig effect hebben. Het valt immers sterk te betwijfelen of deze regel eventueel aanleiding zou geven tot een kleinere geneigdheid van de doelwitaandeelhouders om op het initiële bod in te gaan. De reden is dat de tweede uitstapmogelijkheid het keuzeprobleem van de kleine aandeelhouder wezenlijk niet verandert. Laten we dit even illustreren aan de hand van een vereenvoudigd cijfervoorbeeld. Stel dat de overnemer een prijs van 10 per aandeel biedt in het kader van een onconditioneel bod¹⁸. Veronderstel ook dat, indien de overnemer de controle verwerft, de waarde per aandeel van de doelwitaandeelhouder die niet heeft verkocht, stijgt tot 12. Blijft de doelwitfirma echter onder het huidige management, dan zakt de waarde per aandeel opnieuw tot 8, het niveau van voor het bod. Zonder de tweede uitstapmogelijkheid ziet de

¹⁸ Bij een onconditioneel bod wordt de verwezenlijking van dit bod niet afhankelijk gemaakt van de vervulling van een bepaalde voorwaarde zoals b.v. de verwerving van een minimum aantal effecten. Bij een conditioneel bod worden wel voorwaarden gesteld. Zoals vermeld in sectie 1.3 zijn in België beide vormen van bod toegelaten; daarbij moet een bod steeds slaan op 100 % van de aandelen.

kleine doelwitaandeelhouder die rationeel wenst te beslissen al of niet op het bod in te gaan, de volgende payoff-matrix.

Figuur 1
Keuzen en payoff van de doelwitaandeelhouder

		Afloop bod	
		Slagen	Falen
Keuzen kleine aandeelhouder	Accepteren	10	10
	Inhouden	12	8

Een rationele kleine doelwitaandeelhouder beseft dat, aangezien zijn aandelenbezit maar klein is, zijn beslissing al of niet in te gaan op het bod, de uiteindelijke afloop van de overnamepoging niet beïnvloedt. Verder ziet hij in dat, wanneer hij besluit de uitkoopprijs te accepteren, zijn payoff altijd 10 zal zijn, of het bod nu succesvol is of niet. Immers, bij een onconditioneel bod is de overnemer verplicht de aangeboden aandelen te kopen, zelfs wanneer te weinig aandeelhouders erop ingaan om een meerderheid te behalen. Indien het bod slaagt, doet de kleine aandeelhouder er echter beter aan zijn aandelen te houden (hij ontvangt dan 12). Maar deze laatste politiek leidt tot een tegenvallende payoff wanneer het bod niet slaagt. Het is dus duidelijk dat de kleine aandeelhouder in dit geval de kansen van al dan niet slagen van het bod tegen elkaar zal moeten afwegen. Verwacht hij dat de bieder controle verwerft, dan doet hij er beter aan zijn aandelen te houden; verwacht hij het tegengestelde, dan is het beter op het bod in te gaan. Wat uit dit voorbeeld nuttig te onthouden valt, is de vaststelling dat dit bod normaal een positieve kans op slagen heeft; hoe groot die kans is, zal afhangen van de verwachtingen van de kleine aandeelhouders.

Laten we nu de tweede uitstapkans aan het voorbeeld toevoegen. De analyse van dit uitgebreide voorbeeld is zeer eenvoudig. Immers, daar de tweede uitstapkans normaal maar geboden wordt wanneer het initiële bod voldoende succesvol is, wordt de uiteindelijke payoff-matrix voor de kleine aandeelhouder in het geheel niet gewijzigd. Laten we, om dit laatste aan te tonen, de payoff nagaan van de verschillende strategieën die kunnen worden gevolgd. De kleine doelwitaandeelhouder kan beslissen onmiddellijk op het bod in te gaan. In dat geval krijgt hij 10, ongeacht de uitkomst van het bod en de tweede uitstapkans. Indien hij verkiest, althans initieel, zijn aandelen te houden, verkrijgt hij 12 wanneer het bod slaagt. Immers, wanneer hij niet op de tweede uitstapkans in-

gaat, behoudt hij aandelen die na de controlewisseling 12 waard zijn. Vermits de prijs tijdens de tweede uitstapkans gelijk is aan 10, zou het irrationeel zijn van deze laatste mogelijkheid gebruik te maken. Wanneer het bod niet slaagt, is er geen tweede uitstapmogelijkheid en valt de aandelenprijs terug tot 8. De toevoeging van de tweede uitstapkans zou dus het gedrag van een rationeel handelende kleine belegger niet beïnvloeden. De analyse van een conditioneel bod leidt tot een soortgelijke conclusie¹⁹. Indien dus het gedrag van de kleine beleggers voldoende rationeel is, heeft de invoering van de tweede uitstapkans geen enkel effect.²⁰

Net zoals in sectie 2.1 vergen de bovenstaande argumenten empirische verificatie.²¹

3. Empirisch onderzoek

Verwerkte empirische gegevens over publiek bod in België zijn schaars. Vandaar dat voor deze bijdrage gegevens zijn verzameld over alle openbare biedingen in België over de periode van 1 januari 1986 tot 31 december 1990. De resultaten uit dit materiaal worden vergeleken met de resultaten uit een voorgaande studie (Van Hulle, Vermaelen en de Wouters, 1990) betreffende de periode van 1 januari 1970 tot 31 december 1985.

3.1 Overname in België: de periode 1970-1985

Zoals daarnet vermeld, omvat de studie van Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990) alle publieke biedingen op de aandelen van op de beurs genoteerde bedrijven in België tijdens de periode 1970-1985. In het bijzonder diende hetzij de doelwitfirma, hetzij de bieder een Belgisch bedrijf te zijn met aan aandelennotering op de Brusselse beurs. Gegevens werden verzameld uit de jaarrapporten, de prospecti en het beurskatern. 86 openbare biedingen bleken aan het bovenstaande criterium te voldoen. Bij deze operaties waren 63 genoteerde doelwitfirma's

¹⁹ Zie voetnoot 18.

²⁰ De tweede uitstapkans is niet echt nieuw. In het verleden heeft de Bankcommissie regelmatig aangedrongen op een stilzwijgende verlenging van het bod tot zes maanden na het officiële einde (en ze heeft die verlenging ook verkregen). Volgens praktijkspecialisten hadden weinig beleggers echter weet van deze verlengde uitstapmogelijkheid.

²¹ Wegens de beperkte steekproefgrootte wordt dit aspect niet behandeld in het empirisch deel van deze bijdrage.

Tabel 1

Overzicht van het aantal overnamebiedingen en fusies tijdens de periode 1970-1985

Jaar	Aantal elementen in de steekproef
1970	2
1971	6
1972	5
1973	6
1974	5
1975	4
1976	7
1977	5
1978	9
1979	4
1980	4
1981	8
1982	10
1983	6
1984	4
1985	1
Totaal	86

en 57 genoteerde bidders betrokken. Zoals uit tabel 1 blijkt, neemt over deze periode, in tegenstelling tot b.v. de Angelsaksische landen, de overnameactiviteit niet toe.²² Net voor de start van het openbaar bod bleek de overnemer gemiddeld reeds 55 % van de aandelen te bezitten. Dit hoge aandelenbezit van de bieder reflecteert reeds het controlepakket dat veelal voor het begin van het publieke bod tijdens een privé-transactie werd verworven. Immers, zoals uiteengezet in sectie 1.2, werd dergelijke transactie, op aandringen van de Bankcommissie dikwijls gevolgd door een publiek bod. Eenmaal de privé-transactie afgesloten, was er in de meeste gevallen dus geen ruimte meer voor een vijandig tegenbod en leek de overnameprijs dan ook veeleer een kwestie te zijn van de negotiatiepositie van de uitverkopende grote aandeelhoudersgroep van de doelwitfirma dan van competitie tussen biedingen op de beurs.²³ Het publieke bod sloeg gemiddeld nog op 40 % van het totale aantal aandelen, of op $(40/(100 - 55)) \times 100 \% = 89 \%$ van de in het publiek nog uitstaande aandelen. Ten opzichte van de beursprijs zes maanden voor de aankondiging van het bod, omvatte de publieke overnameprijs een premie van gemiddeld 48 %. De kleine aandeelhouders

²² Gegevens uit tabel 1 zijn overgenomen uit Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990).

²³ Natuurlijk wordt de kracht van de negotiatiepositie mee bepaald door het bestaan van alternatieve potentieel geïnteresseerde overnemers.

Tabel 2

Maandelijkse gemiddelde abnormale rendementen 6 maanden voor en 6 maanden na het overnamebod

2.A Doelwitondernemingen

Maand	Gemiddeld abnormaal rendement	Aantal	t-statistiek	Cumulatief abnormaal rendement
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
-6	1,7	63	1,9	1,7
-5	1,2	63	1,37	2,9
-4	4,5	63	5,02**	7,4
-3	6,2	63	6,96**	13,6
-2	10,2	63	11,46**	23,9
-1	8,7	63	9,74**	32,6
0	5,1	62	5,72**	37,6
1	-3,2	57	-3,60**	34,4
2	-2,3	54	-2,28*	32,1
3	-0,2	45	-0,24	31,9
4	1,1	38	0,98	33,0
5	1,5	37	1,21	34,5
6	1,1	33	0,79	35,6

(1) Aantal maanden relatief t.o.v. de aankondiging van het overnamebod.

(2) Gemiddeld abnormaal rendement AR_t in periode t (in percenten).

(3) Aantal observaties in de periode.

(4) Teststatistiek voor $H_0: AR_t = 0$.

(5) Gemiddeld cumulatief abnormaal rendement van -6 tot t (in percenten).

Waarden significant verschillend van nul op het niveau van 1 en 5 % worden aangeduid met respectievelijk ** en *.

van de doelwitfirma staken gemiddeld dus een zeer mooie koerswinst op zak. Om een meer gedetailleerd beeld te krijgen van het beleggersrendement op doelwitaandelen, werden voor elk van de 63 doelwitfirma's maandelijkse abnormale en cumulatieve abnormale rendementen berekend in een periode van zes maanden voor tot zes maanden na de aankondiging van het bod²⁴. Daarna werd voor elke maand, over de 63 ondernemingen heen, het gemiddelde abnormale en cumulatieve ab-

²⁴ Grosso modo kan een abnormaal rendement worden geïnterpreteerd als het surplusrendement van een aandeel boven het rendement van de beursindex over dezelfde periode. Het cumulatieve abnormale rendement tot b.v. 1 maand voor de aankondiging van het bod is eenvoudig de som van de abnormale rendementen in de periode van 6 maanden voor het bod tot 1 maand voor het bod. Bijkomend is er ook nog een correctie voor de risicograad van het beschouwde aandeel. Deze correctie bleek weinig effect te hebben op de uiteindelijke resultaten van de hier beschouwde studie. De berekeningen gebeurden op de klassieke wijze aan de hand van het CAPM- en het marktmodel. Voor gedetailleerde informatie over de berekeningen zie Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990).

2.B Bieders

Maand	Gemiddeld abnormaal rendement	Aantal	t-statistiek	Cumulatief abnormaal rendement
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
-6	-0,3	57	-0,3	-0,3
-5	-0,4	57	-0,38	-0,7
-4	-0,5	57	-0,44	-1,2
-3	-0,7	57	-1,55	-2,9
-2	-0,4	57	-0,35	-3,3
-1	-0,1	57	-0,05	-3,2
0	-1,0	57	-0,98	-4,2
1	0,9	57	0,91	-3,2
2	-0,2	57	-0,19	-3,5
3	1,2	57	1,09	-2,3
4	0,7	57	6,70	-1,6
5	-0,2	57	-0,21	-1,8
6	1,4	57	1,31	-0,4

(1) Aantal maanden relatief t.o.v. de aankondiging van het overnamebod.

(2) Gemiddeld abnormaal rendement AR_t in periode t (in percenten).

(3) Aantal observaties in de periode.

(4) Teststatistiek voor $H_0: AR_t = 0$.

(5) Gemiddeld cumulatief abnormaal rendement van -6 tot t (in percenten).

Waarden significant verschillend van nul op het niveau van 1 en 5 % worden aangeduid met respectievelijk ** en *.

normale rendement berekend. De resultaten zijn te vinden in tabel 2A; de resultaten van een soortgelijke procedure, toegepast op de aandelen van de 57 bieders, zijn weergegeven in tabel 2B.²⁵ Uit tabel 2A blijkt b.v. dat een belegger tijdens de periode 1970-1985, wanneer hij het geluk had zes maanden voor de aankondiging van een bod in de aandelen van een doelwitfirma te stappen en ze aan te houden tot het einde van de maand waarin de aankondiging plaatsgreep, per overname, een gemiddeld surplusrendement realiseerde van 37,6 % (op jaarbasis dus $37,6 \% \times 2 = 75,2 \%$). De aandelen van de overnemers blijken het veel minder goed te doen: het gemiddeld surplusrendement is zelfs lichtjes negatief (maar statistisch niet significant). Daarmee komen Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990) tot de conclusie dat de kleine aandeelhouders van de doelwitfirma (althans in vergelijking met de kleine aandeelhouders van de bidder) de voordelen van de overname op zak steken. Dit resultaat komt overeen met de empirische resultaten in andere landen.²⁶

²⁵ Gegevens van tabel 2A en 2B zijn overgenomen uit Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1990).

²⁶ Zie b.v. de reeds aangehaalde studies van Bradley en Jarrell (1980), Franks en Harris (1989).

3.2 Overname in België: de periode 1985-1990

Met dezelfde selectiecriteria als beschreven in sectie 3.1, worden in deze bijdrage voor de periode van 1 januari 1986 tot 31 december 1990 tot 45 overnames bestudeerd, waarvan 27 in de laatste twee jaar (zie tabel 3). Aangezien een steekproefgrootte van 45 tot stand kan komen in deze periode van vijf jaar en er de voorgaande vijftien jaar slechts 86 overnames aan de selectiecriteria voldeden, wijzen de cijfers op een intensivering van de overnameactiviteit. De kleine steekproef laat echter geen zinvolle significantietoetsen toe. 32 genoteerde doelwitfirma's en 25 genoteerde bidders zijn in deze operaties actief geweest. Het gemiddeld aandelenbezit van de bidder net voor de start van het bod bleek 38 % te zijn²⁷. In vergelijking met de 55 % van de voorgaande vijftien jaar kan dit wel merkbaar minder lijken. Wegens de kleine steekproef kan echter aan dit verschil geen te groot belang worden gehecht. Wel kan men besluiten dat ook in de recentste periode de bidder bij de aanvang van het bod vaak reeds een zo sterke positie had opgebouwd dat een tegenbod weinig waarschijnlijk werd. Via het publieke bod wenste de bidder gemiddeld nog 52 % van het totale aantal aandelen bijkomend te kopen of $(52/(100 - 38)) \times 100 \% = 76 \%$ van de in het publiek nog uitstaande aandelen.²⁸ Dus ook hier is er geen fundamentele verandering ten opzichte van de periode ervoor.²⁹ De gemiddelde premie in de tijdsspanne 1986-1990 bedroeg 45 %³⁰; een vergelijking met de premie in de voorgaande periode wijst op dit vlak eveneens op een stabiliteit in het overnameproces. Dit kan misschien wel wat verwonderlijk lijken, gezien de omwentelingen die zich vanaf begin 1988 met de raid op de Generale in het overnamelandschap leken af te tekenen. Bovendien hebben 35 van de 45 beschouwde overnames zich in de jaren 1988, 1989

Tabel 3
Aantal publieke biedingen in de periode 1986-1990

Jaar	Aantal
1986	5
1987	5
1988	8
1989	10
1990	17

27 Wegens het ontbreken van gegevens is dit gemiddelde maar berekend over 17 waarnemingen.

28 De 52 % is berekend op basis van 24 steekproefelementen.

29 Het verschil met voorgaande periode is niet statistisch significant.

30 45 % is een gemiddelde over 28 steekproefelementen.

Tabel 4

Gemiddelde abnormale rendementen in overnamebiedingen (volledige steekproef)

4.A Doelwitondernemingen

Maand	Gemiddeld abnormaal rendement	Aantal	t-statistiek	Cumulatief abnormaal rendement
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
-6	-0,7	32	-0,50	-0,7
-5	-1,6	32	-1,05	-2,3
-4	2,9	32	2,00*	0,7
-3	6,4	32	4,38**	7,1
-2	4,1	32	2,80**	11,2
-1	11,5	32	7,79**	22,7
0	5,5	32	3,77**	28,2
1	7,9	32	5,39**	36,2
2	-3,2	28	-1,73*	33
3	0,0	25	0,00	33
4	6,7	23	3,91**	39,7
5	0,2	21	0,15	40
6	-4,0	20	-2,25*	36

(1) Aantal maanden relatief t.o.v. de aankondiging van het overnamebod.

(2) Gemiddeld abnormaal rendement AR_t in periode t (in procenten).

(3) Aantal observaties in de periode.

(4) Teststatistiek voor $H_0: AR_t = 0$.

(5) Gemiddeld cumulatief abnormaal rendement van -6 tot t (in procenten).

Waarden significant verschillend van nul op het niveau van 1 en 5 % worden aangeduid met respectievelijk ** en *.

4.B Bidders

Maand	Gemiddeld abnormaal rendement	Aantal	t-statistiek	Cumulatief abnormaal rendement
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
-6	1,8	25	1,06	1,8
-5	0,1	25	0,08	1,9
-4	0,5	25	0,32	2,5
-3	0,1	25	0,07	2,6
-2	1,7	25	0,97	4,3
-1	1,7	25	1,03	6
0	-0,4	25	-0,22	5,6
1	2,3	25	1,32	7,9
2	0,1	25	0,08	8
3	1	25	0,58	9
4	0,06	25	0,04	9
5	1,1	23	0,70	10,1
6	1,6	22	0,96	11,7

(1) Aantal maanden relatief t.o.v. de aankondiging van het overnamebod.

(2) Gemiddeld abnormaal rendement AR_t in periode t (in procenten).

(3) Aantal observaties in de periode.

(4) Teststatistiek voor $H_0: AR_t = 0$.

(5) Gemiddeld cumulatief abnormaal rendement van -6 tot t (in procenten).

Waarden significant verschillend van nul op het niveau van 1 en 5 % worden aangeduid met respectievelijk ** en *.

Tabel 5

Gemiddelde abnormale rendementen in overnamebiedingen (voor 1990)

5.A Doelwitondernemingen

Maand	Gemiddeld abnormaal rendement	Aantal	t-statistiek	Cumulatief abnormaal rendement
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
-6	-2,4	10	-0,95	-2,4
-5	1,1	10	0,45	-1,3
-4	-0,2	10	-0,09	-1,5
-3	18,8	10	7,32	17,3
-2	-0,2	10	-0,06	17,1
-1	4,7	10	1,84	21,8
0	6,5	10	2,54*	28,3
1	-3,4	10	-1,32	25
2	2,2	8	0,78	27,2
3	1,8	8	0,62	29
4	22,4	8	7,76**	51,4
5	-0,3	8	-0,11	51,1
6	0	7	-0,001	51,1

(1) Aantal maanden relatief t.o.v. de aankondiging van het overnamebod.

(2) Gemiddeld abnormaal rendement AR_t in periode t (in percenten).

(3) Aantal observaties in de periode.

(4) Teststatistiek voor $H_0: AR_t = 0$.(5) Gemiddeld cumulatief abnormaal rendement van -6 tot t (in percenten).

Waarden significant verschillend van nul op het niveau van 1 en 5 % worden aangeduid met respectievelijk ** en *.

5.B Bieders

Maand	Gemiddeld abnormaal rendement	Aantal	t-statistiek	Cumulatief abnormaal rendement
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
-6	-3,2	10	1,13	3,2
-5	1,6	10	0,57	4,7
-4	0,6	10	0,21	5,3
-3	0,2	10	0,07	5,5
-2	-0,7	10	-0,25	4,8
-1	-2,1	10	-0,75	2,7
0	-2,1	10	0,78	4,9
1	1	10	0,34	5,9
2	-1,5	10	-0,53	4,4
3	1,8	10	0,63	6,1
4	0,3	8	0,11	6,4
5	-1,6	7	-0,67	4,8
6	-0,5	7	-0,16	4,4

(1) Aantal maanden relatief t.o.v. de aankondiging van het overnamebod.

(2) Gemiddeld abnormaal rendement AR_t in periode t (in percenten).

(3) Aantal observaties in de periode.

(4) Teststatistiek voor $H_0: AR_t = 0$.(5) Gemiddeld cumulatief abnormaal rendement van -6 tot t (in percenten).

Waarden significant verschillend van nul op het niveau van 1 en 5 % worden aangeduid met respectievelijk ** en *.

en 1990 voorgedaan, zodat de bestudeerde steekproef hoofdzakelijk is samengesteld uit gevallen uit het post-Generale-tijdperk. Ook de abnormale en cumulatieve abnormale rendementen in tabel 4A en 4B wijzen in de richting van processtabiliteit. Er vallen maar twee verschillpunten te bespeuren ten opzichte van de voorgaande periode. Ten eerste blijkt het cumulatieve abnormale beursrendement op aandelen van bidders op het ogenblik van het bod lichtjes positief te zijn (maar niet statistisch significant). Ten tweede valt het hoogtepunt van het cumulatieve abnormale rendement voor de doelwitaandelen in de maand na de aankondiging van het openbaar bod. Vermoedelijk heeft dit laatste fenomeen te maken met het feit dat na een bod het aantal in het publiek verspreide doelwitaandelen uitermate beperkt wordt. Bij een dergelijke dunne markt kunnen beursprijzen en dus ook gerealiseerde beursrendementen hun statistische relevantie al gauw verliezen. Het cumulatieve abnormale rendement voor de doelwitaandeelhouders in maand 0 is weliswaar lager in de laatste periode (28,2 %) in vergelijking met het cumulatieve abnormale rendement over de tijdsspanne 1970-1985 (37,6 %). Het verschil is echter niet statistisch significant. Ten slotte, en als bijkomende documentatie, bevatten tabel 5A en tabel 5B de abnormale en cumulatieve abnormale rendementen voor de overnames van 1990, dus na de invoering van de nieuwe wetgeving. De resultaten uit deze wel zeer beperkte steekproef komen overeen met die uit de volledige steekproef³¹.

4. Besluit

De belangrijkste doelstelling van deze bijdrage is na te gaan in welke mate de overnamemarkt van op de beurs genoteerde bedrijven in België zich de laatste paar jaar heeft gewijzigd onder invloed van de versnellende Europese integratie en de wetten van 2 en 9 maart 1989. Na een bespreking van de regels betreffende transfert van controle in op de beurs genoteerde bedrijven voor en na de wetwijzigingen, wordt geëvalueerd in welke mate de regels werkelijk veranderd zijn. De analyse laat vermoeden dat er, althans inzake regulering, misschien maar één wijziging met mogelijk belangrijke economische consequenties te vermelden valt, namelijk de meldingsplicht zoals bepaald in het eerste deel van de wet van 2 maart 1989 en gerealiseerd via het uitvoeringsbesluit van 10 mei 1989. Wat betreft de bepaling van het effect van deze

31 Ook hier moet aan het rendementsgedrag van de doelwitaandelen na de overname niet zoveel belang worden gehecht wegens het gevaar van vertekeningen in een dunne markt.

maatregel kan men op zuiver theoretische gronden twee richtingen uit. Een aantal argumenten voorspellen een verhoging van het aandelenrendement voor de kleine doelwitaandeelhouders. Andere argumenten echter impliceren dat dit rendement gemiddeld eerder zou dalen en/of ongewijzigd blijven ten opzichte van de periode vóór de invoering van deze meldingsplicht. Wat uiteindelijk de gevolgen zijn, kan dan ook enkel op basis van empirische gegevens worden uitgemaakt.

Het empirisch materiaal wijst op een versnelling in de overnameactiviteit van op de beurs genoteerde bedrijven in België gedurende de laatste drie jaar. Wanneer echter de gegevens van een periode vóór al de veranderingen zich in een snel tempo begonnen te voltrekken, worden vergeleken met die van de periode 1986-1990, blijkt een bijzondere stabiliteit over de tijd inzake overnamepremies en behaalde marktrendementen op aandelen van doelwitvennootschappen en bieders. Dit zou erop kunnen wijzen dat de invloed van de herregulering veeleer bestendigend is geweest. Gezien de beperkte steekproefgrootte is het echter raadzaam de resultaten voorzichtig te interpreteren.

Bibliografie

- M. BAGNOLI en B. LIPMAN (1988), "Successful takeovers without exclusion", *Review of Financial Studies* 1, 89-110.
- J. BOHETS (1991), "Ondernemingen van Belgische bedrijven: geen louter eenrichtingsverkeer. Wie geeft om een nationaal verankerd bedrijfsleven?", *De Standaard*, 29 mei, blz. 13.
- M. BRADLEY (1980), "Interfirm tender offers and the market for corporate control", *Journal of Business* 53, 345-376.
- R. COMMENT en G. JARRELL (1987), "Two-tier and negotiated tender offers: the imprisonment of the free riding shareholder", *Journal of Financial Economics*, 283-310.
- E. ECKBO en H. LANGOHR (1990), "Takeover premiums, disclosure regulations and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics* 24, 363-404.
- J. FRANKS en R. HARRIS (1989), "Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the U.K. experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics* 23, 1989, 185-224.
- S. GROSSMAN en O. HART (1980), "Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, Spring, 42-64.
- G. JARRELL en M. BRADLEY (1980), "The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers", *Journal of Law and Economics* 23, 371-407.
- G. JARRELL, J. BRICKLEY en J. NETTER (1988), "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives* 2, 49-68.
- G. KEUTGEN (1990), "Over de verplichting een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen van de doelwitvennootschap en over het ontbreken van een openbare bodsdrempel", in: *Openbaar bod en beschermingsconstructies. Recente evoluties in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, nr. 1, Reeks Rechtspersonen- en Vennootschapsrecht, Jan Ronse instituut - KU Leuven.
- J. McCONNELL en H. SERVAES (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, jg. 27, nr. 2, 595-612.
- K. NATHAN en T. O'KEEFE (1989), "The rise in takeover premiums: an exploratory study", *Journal of Financial Economics* 23, 101-120.
- J. NELISSE GRADE (1990), "Het openbaar bod en de beursoverval na het De Benedetti K.B.", in: *Openbaar bod en beschermingsconstructies. Recente evoluties in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, nr. 1, Reeks Rechtspersonen- en Vennootschapsrecht, Jan Ronse instituut - KU Leuven.
- P. RUTTEMAN (1990), "Over de praktische gevolgen van de beschermingsconstructies in de E.G.", in: *Openbaar bod en beschermingsconstructies. Recente evoluties in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, nr. 1, Reeks Rechtspersonen- en Vennootschapsrecht, Jan Ronse instituut - KU Leuven.
- K. SCHIPPER en R. THOMPSON (1983), "Evidence on the capitalised value of merger activity for acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 11, 85-119.
- A. SHLEIFER en R. VISHNY (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- A. SHLEIFER en R. VISHNY (1988), "Value maximisation and the acquisition process", *Journal of Economic Perspectives* 2, 7-20.
- R. STULZ, R. WALKING en M. SONG (1990), "The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers", *Journal of Finance* 45, 817-833.
- B. TILLEMAN (1990), "Een kritische kijk op de law & economics benadering van onvriendelijke overnamebiedingen", in: *Openbaar bod en beschermingsconstructies. Recente evoluties in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, nr. 1, Reeks Rechtspersonen- en Vennootschapsrecht, Jan Ronse instituut - KU Leuven.
- C. VAN HULLE (1986), "Corporate Restructuring", *Tijdschrift voor Economie en Management*, jg. XXXI, nr.4, p.417-433.
- C. VAN HULLE, T. VERMAELEN en P. DE WOUTERS (1990), "Mergers and takeover bids in Belgium", working paper, verschijnt in *Journal of Banking and Finance*, november 1991.
- C. VAN HULLE, T. HAESBROUCK en K. HUYSMANS (1990), *Het Belgisch beursgebeuren tussen 1970-1982*, Bedrijfseconomische Verhandeling nr. 9005, Departement Toegepaste Economische Wetenschappen, KU Leuven.
- C. VAN HULLE en P. SERCU (1991a), "Bidding, negotiations and take-over prices", verschijnt in *European Management Journal*.
- C. VAN HULLE en P. SERCU (1991b), "The choice between a public take over bid and a private block trade", verschijnt in *European Management Journal*.

- A. VINCENT (1990), *Les groupes d'entreprises en Belgique: le domaine des principaux groupes privés*, CRISP, Brussel.
- R. WITTERWULGHE (1988), *OPA. L'offre publique d'acquisition: une analyse juridique*, De Boeck-Wesmael, Brussel.

Abstract

Control Acquisition Rules for Publicly Quoted Companies in Belgium

This article gives an overview of the control acquisition rules for publicly quoted companies in Belgium. It focuses on tender offers, systematic share purchases on the exchange, and private trade in controlling blocks. From a legal point of view the rules have recently been thoroughly changed (laws of March 2 and 9, 1989). These changes are analysed from an economic perspective. It is found that only the mandatory disclosure of toeholds (implied in the law of March 2, 1989) may have important economic consequences. The empirical evidence supports the hypothesis that this new requirement may act as a force of perpetuation with respect to the nature of the takeover process in Belgium. However, this latter conclusion should be regarded with some prudence in view of the small sample size.

Angelien Kemna *

Gebruik van opties in het financieel beheer

In deze bijdrage worden een aantal praktijkvoorbeelden gegeven die betrekking hebben op het gebruik van opties bij financieringsbeslissingen op korte en lange termijn en op investeringsbeslissingen. Bij financieringsbeslissingen op korte termijn speelt het hedge-motief een belangrijke rol. Als voorbeeld is genomen het indekken van valutarisico met behulp van een gemiddelde-waarde-optie, ook wel Aziatische optie genoemd. Bij financieringsbeslissingen op lange termijn gaat het meer om de contractspecificaties. Dit is geïllustreerd aan de hand van een goederen-geïndexeerde obligatielening met opties voor de koper en de emittent. Bij investeringsbeslissingen spelen opties vooral een rol bij de bepaling van de waarde van flexibiliteit van een project. In het voorbeeld komt naar voren dat de mogelijkheid om het project uit te stellen voldoende waarde kan hebben om een anders afgestoten project aan te houden.

Inleiding

In deze bijdrage zal aandacht worden besteed aan het gebruik van opties bij financierings- en investeringsbeslissingen. De klemtoon zal hierbij liggen op de praktische toepassingsmogelijkheden. De optie heeft als instrument voor de onderneming de laatste twintig jaar een geweldige vlucht genomen. De meest voor de hand liggende toepassing is het gebruik van financiële opties bij het financiële beleid op korte termijn. Hieronder kan worden verstaan het treasury management, waarbij o.a. opties worden gehanteerd bij het indekken van rente- en valutarisico's, die voortvloeien uit de operationele werkzaamheden van de onderneming. De instrumenten die hiervoor gebruikt kunnen worden, zijn legio en worden vaak expliciet verhandeld, hetzij via de beurs, hetzij "over-the-counter".

In de loop der jaren zijn er echter ook een groot aantal financieringsin-

* Erasmus Universiteit Rotterdam