

ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM
Erasmus School of Economics
Bachelorscriptie Economie en Bedrijfseconomie

De invloed van de Europese Commissie op het abnormale rendement bij vijandige overnames

Een event study naar 8 vijandige overnames binnen Europa

Naam student: Laura Osseman
Studentnummer: 443105

Begeleider: dr. Ruben de Bliek
Tweede beoordelaar: dr. Joris Kil

Datum definitieve versie: 1 november 2020

Het geschrevene in deze scriptie is op de opvatting van de auteur en niet noodzakelijk die van de begeleider, tweede beoordelaar, Erasmus School of Economics of Erasmus Universiteit Rotterdam.

Inhoudsopgave

1. INLEIDING	3
2. THEORETISCH KADER	6
2.1 FUSIES EN OVERNAMES	6
2.2 VIJANDIGE OVERNAMES	7
2.1.1 Definitie vijandige overname.....	7
2.2.2 Abnormale rendementen vijandige overnames.....	7
2.3 EUROPESE COMMISSIE	8
3. DATA.....	11
3.1 VERSCHILLENDE OVERNAMES	11
3.2 BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN.....	13
4. METHODOLOGIE	14
4.1 EVENT STUDIE.....	14
5. RESULTATEN	15
5.1 RESULTATEN AANKONDIGINGSDATUM OVERNAME	15
5.2 RESULTATEN PUBLICATIE MOGELIJKE VOORWAARDEN EC	18
6. CONCLUSIE EN DISCUSSIE.....	22
6.1 CONCLUSIE.....	22
6.2 DISCUSSIE	23
LITERATUURLIJST	25

1. INLEIDING

In 2000 vond de grootste vijandige overname plaats in de geschiedenis van fusies en overnames, namelijk de overname van Mannesmann door Vodafone AirTouch voor destijds 419 miljard gulden. Na maandenlange strijd lukte het Vodafone AirTouch om Mannesmann over te nemen en ontstond het grootste telecombedrijf ter wereld. De Europese Commissie ging akkoord met deze overname op voorwaarde dat een van de dochterbedrijven van Vodafone AirTouch verkocht werd en dat de netwerken ook voor andere gebruikers werd opengesteld. Vanuit het perspectief van een *target* wordt gesproken van een vijandig bod als het gaat om een poging tot een overname dat niet wordt gesteund door de directie of Raad van Commissarissen en het bod openbaar geweigerd is (Gaughan, 2015). De strenge wetgeving in Nederland omtrent vijandige overnames zorgt ervoor dat er in Nederland zelden vijandige overnames voorkomen (Meghouar, 2016). Twee manieren waarop een vijandige overname tot stand kan komen is door middel van een *proxy fight* of een *tender offer*. Bij een tender offer maakt de bidder een aanbod direct aan de aandeelhouders zonder overleg met het management. In een proxy fight wordt ervoor gezorgd dat aandeelhouders verleid worden tot het stemmen vóór een fusie of overname (Sridharan & Reinganum, 1995).

In de literatuur is al het een en ander onderzocht over de invloed van een vijandige overname op het abnormale rendement. In het onderzoek van Baradwaj, Fraser en Furtado (1990) is de invloed van een vijandige overname op abnormale rendementen in de bankensector bestudeerd. Zij concludeerden dat targets van een vijandige overname een significant hoger abnormaal rendement behaalden dan banken die niet vijandig werden overgenomen. Daarnaast vonden zij dat het effect van een vijandige overname in principe niet tot een verslechtering van het vermogen leidt bij de bidder. Het onderzoek van Jensen en Ruback (1983) laat zien dat het abnormale rendement voor bidders in een succesvolle tender offer leidt tot een significant positief rendement. Een tender offer is zoals eerder vermeld een manier van een vijandige overname. Echter, fusies en overnames kunnen niet altijd doorgang vinden. Verschillende uitvoerende organen, zoals de nationale overheid of de Europese Commissie, kunnen ervoor zorgen dat een fusie of overname belemmerd wordt. De schaars beschikbare literatuur op dit vlak laat bijvoorbeeld zien dat de reactie van de overheid een direct en indirect economisch effect heeft (Dinc en Erel, 2013). Een negatieve reactie van de overheid kan bovendien ertoe leiden dat een fusie/overname niet tot stand komt.

Een onderwerp dat nog relatief onbekend is in de literatuur is de invloed van de Europese Commissie (hierna: EC) op het abnormale rendement bij een vijandige overname. De EC is het politiek onafhankelijke, uitvoerende orgaan van de Europese Unie. Een van de taken van

de Commissie is het handhaven van het Europees mededingingsrecht wat toepassing heeft op fusies en overnames. Het doel van de EC hiermee is het behouden van eerlijke concurrentie op de Europese interne markt. Het uitgangspunt is dat er enkel wordt gekeken naar grote fusies en overnames die door overname (1) een wereldwijde omzet van € 5 miljard of (2) een Europese omzet van € 250 miljoen behalen.

De procedure die doorlopen wordt bij de EC houdt in dat er eerst een notificatie moet zijn. Daarna vangt de eerste fase aan waarin de EC onderzoek doet aan de hand van analyses. Als er uit dit onderzoek blijkt dat er nog onzekerheden bestaan over de aantasting van eerlijke concurrentie wordt er, alvorens toestemming wordt gegeven, een *in-depth* analyse uitgevoerd. Aan de hand van deze analyse wordt de fusie goedgekeurd, geweigerd of goedgekeurd aan de hand van een aantal voorwaarden. Een voorbeeld van dergelijke voorwaarden is dat Vodafone AirTouch het dochterbedrijf Orange moest verkopen en dat de netwerken voor andere gebruikers moest worden opengesteld. Een ander voorbeeld is de afstoting van de Poolse en Roemeense chocoladefabrieken in de overname van Cadbury door Kraft.

De onderzoeksvraag die hieruit voortvloeit is als volgt:

Hoe verschilt het abnormaal rendement bij vijandige overnames bij goedkeuring door de Europese Commissie met en zonder bepaalde voorwaarden?

Als data voor dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van in totaal 8 overnames, waarbij er een onderscheid wordt gemaakt tussen overnames met en zonder voorwaarden.

De overnames die zijn goedgekeurd door de EC met voorwaarden zijn:

1. Kraft – Cadbury (2009)
2. Sanofi-Synthélabo – Aventis (2004)
3. Mittal – Arcelor (2006)
4. Vodafone AirTouch – Mannesmann (2000)

De overnames die zijn goedgekeurd door de EC zonder voorwaarden zijn:

1. Sanofi-Aventis – Genzyme (2010)
2. Tele2 / Versatel (2005)
3. Staples / Corporate Express (2008)
4. Deutsche Post / Exel (2005)

Er is gekozen voor 4 fusies/overnames per categorie, omdat het aantal vijandige overnames aanzienlijk laag is in Europa. Daarnaast is het criterium toegepast dat het moet gaan om publieke ondernemingen en dat de Europese Commissie zich erover heeft moeten uiten. De overeenkomst tussen beide categorieën is dat ze zijn goedgekeurd op grond van art. 6(1)(b) Verordening 4064/89, wat inhoudt dat alle overnames zijn goedgekeurd in de eerste fase door de EC.

Om het effect van de voorwaarden op het abnormale rendement te meten zal een event studie worden uitgevoerd. Het abnormale rendement wordt berekend door het werkelijke rendement te verminderen met het verwachte rendement. Het verwachte rendement wordt berekend aan de hand van het marktmodel. In het eerste deel van het onderzoek is als aankondigingsdatum gekozen voor de datum dat de overname bekend is gemaakt. Vervolgens wordt er gekeken naar het abnormaal rendement op de dag waarop goedkeuring door de EC is verleend. Deze dag kenmerkt zich door een persbericht van de EC. In deze persberichten staan ook de eventuele voorwaarden vermeld. Daarnaast zal er gekeken worden naar de rendementen van één dag voor de aankondiging en één dag na de aankondiging. Tevens zal worden gekeken naar tien dagen voor de aankondiging en tien dagen na de aankondiging. De rendementen worden bepaald aan de hand van de aandeleprijzen van de target en de bidder. Voor iedere fusie/overname wordt er een aparte event studie uitgevoerd. Om het verschil te meten tussen de twee categorieën zal een t-test uitgevoerd worden tussen beide groepen.

Ik verwacht dat op het moment dat de Europese Commissie voorwaarden stelt voor de fusie/overname dit een negatief effect zal hebben op het abnormale rendement. Het kan namelijk overkomen op de markt alsof de fusie/overname voor bepaalde problemen kan leiden die nadelig kunnen lijken voor de aandeelhouders.

In sectie 2 van het onderzoek zal in het theoretisch kader worden uiteengezet wat er eerder in de literatuur is gevonden over fusies/overnames, vijandige overnames en de invloed van de betrokkenheid van de EC op een overname. In sectie 3 en 4 zullen de data en methodologie worden weergegeven die in dit onderzoek gebruikt zullen worden. Vervolgens worden de resultaten weergegeven in sectie 5 en zal worden beoordeeld of de EC invloed uitoefent op de abnormale rendementen door middel van het stellen van voorwaarden. Tot slot wordt er in sectie 6 een conclusie gegeven.

2. THEORETISCH KADER

2.1 Fusies en overnames

Fusies en overnames zijn investeringsstrategieën die gemotiveerd worden door verschillende waarde creërende redenen. In deze scriptie zal de term 'fusies en overnames' afgekort worden naar overnames, aangezien in de literatuur deze termen veelal als synoniemen worden gebruikt. Een overname kan onder andere leiden tot synergie, groei, belastingvoordelen en een vermindering van *agency* kosten. Synergievoordelen worden behaald wanneer de som van twee ondernemingen groter is dan de som van de losstaande ondernemingen (Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004). Aan het einde van de levenscyclus van een markt vindt verzadiging plaats. In dit geval is het behalen van groei moeilijk, maar kan een overname toch zorgen voor een *boost* van de groeiratio.

Vanuit financieel perspectief wordt bij een overname gekeken of sprake is van waarde creatie voor de aandeelhouders van beide ondernemingen. Uit de bestaande literatuur volgt dat een overname zorgt voor waarde creatie voor beide ondernemingen als geheel, waarbij de meerderheid van de waarde creatie terecht komt bij de target. Een van de eerste economen die dit hebben onderzocht waren Jensen en Ruback (1983), die in de periode 1956 – 1981 in de Verenigde Staten vonden dat target ondernemingen een positief abnormaal rendement van ongeveer 20-30% behalen. In de jaren 90 wordt een positief abnormaal rendement van 21% behaald in de Verenigde Staten (Mulherin & Boone, 2000). Voor targets in Europese overnames is een abnormaal rendement gevonden van 9% in de periode 1993 – 2000 gevonden (Goergen & Renneboog, 2004). Bovendien leidt de betrokkenheid van een target uit het Verenigd Koninkrijk tot grotere abnormale rendementen dan bij een target uit een ander Europees land (Martynova & Renneboog, 2006).

In tegenstelling tot de waarde creatie voor de target wordt er voor bidders gemengde resultaten gevonden. Enerzijds wordt er een negatief abnormaal rendement gevonden. In de periode 1973-1983 wordt een abnormaal rendement gevonden van -0,85% gevonden in de Verenigde Staten (Asquith et al., 1987). Mulherin & Boone (2000) vinden in het daaropvolgende decennium een abnormaal rendement van -0,37%. Ook recenter onderzoek laat zien dat een bidder een negatief abnormaal rendement behaald. Publieke bidders behalen in de periode 2010-2015 een abnormaal rendement van -2,41%. Voor mega bidders is een overname slechter ten opzichte van kleinere ondernemingen. Zij behalen in dezelfde periode een abnormaal rendement van -3,22% (Alexandridis et al., 2017). Anderzijds wordt een positief abnormaal rendement gevonden voor de bidder. Dit rendement ligt vaak dichtbij de nul en is in alle gevallen slechter ten opzichte van de target. Asquith (1983) vindt in de periode 1962-1976 een abnormaal rendement van 0,20%. In dezelfde periode wordt een abnormaal

rendement gevonden van 0,07% gevonden door Eckbo (1983). Kortom, uit de literatuur volgt dat targets meer abnormaal rendement behalen en dat er dus meer waarde creatie is voor targets dan voor bidders.

2.2 Vijandige overnames

2.1.1 Definitie vijandige overname

Een vijandige overname is een strategie die gekozen kan worden door een bidder op het moment dat een *friendly takeover* niet mogelijk is of er kan direct voor de vijandige strategie kiezen. Vijandige overnames worden vaak geassocieerd met hogere en snellere voltooiingspercentages, maar hebben als nadeel dat er vaak een hogere *premium* betaald wordt. Een hoge premium gaat ten koste van de potentiële synergievoordelen die behaald kunnen worden. Het betalen van een hoge premium is in overeenstemming met de theorie dat vijandige overnames een signaal geven dat er vertrouwen is in de deal en dat er een hoge vraag is naar de aandelen van de target (Offenberg & Pirinsky, 2015). Vijandige overnames worden vaak toegepast om slecht werkend management te verwijderen, aangezien in deze strategie het management niet hoeft mee te werken aan de overname. De bidder kan het management na overname laten vervangen door efficiënter management. Deze strategie wordt namelijk toegepast in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (Franks et al. 2001).

In de literatuur worden verschillende definities gegevens aan vijandige overnames. Weston, Mitchell en Mulherin (2004) beschrijven een vijandige overname als een tender offer die wordt doorgezet nadat het management van een target heeft aangegeven geen interesse te hebben in een fusie of overname. Bovendien kan gesproken worden van een vijandige overname als het bod niet gesteund wordt door de directie of Raad van Commissarissen en dit bod openbaar geweigerd wordt door de target. Hitt, Harrison en Ireland (2002) beschouwen elk bod dat aan de aandeelhouders wordt gedaan zonder overleg met het management als een vijandig bod.

In deze scriptie zal er steeds gesproken worden over *tender offers*, aangezien deze vorm van vijandige overname het meest voorkomt en van toepassing is op de overnames die onderzocht zullen worden.

2.2.2 Abnormale rendementen vijandige overnames

Net zoals bij de gewone overnames bestaat er geen verschil tussen het abnormale rendement voor bidders en targets als gevolg van een overname. Bradley, Desai & Kim (1982) vinden een abnormaal rendement van 31,80% in de periode 1962-1980. Overeenkomstig

wordt een rendement van 28,99% gevonden in deze periode door Jarrell & Poulsen (1989). De dag voorafgaand van de aankondiging wordt in Europa een abnormaal rendement gevonden van 12,60%. Dit rendement loopt op tot meer dan 29% als er wordt gekeken naar de 1,5 maand voorafgaand aan de aankondiging tot aan de dag van de aankondiging van de overname (Goergen & Renneboog, 2004). Als deze resultaten worden vergeleken met de abnormale rendementen die worden behaald bij gewone overnames kan geconcludeerd worden dat een vijandig bod leidt tot relatief hogere abnormale.

Evenals als bij de gewone overnames behalen bidders een relatief lager abnormaal rendement dan targets. In de periode 1962-1980 wordt er door Bradley, Desai & Kim (1982) een abnormaal rendement voor bidders gevonden van 2,35%. In min of meer dezelfde periode wordt door Jarrell & Poulsen (1989) een abnormaal rendement van 1,29% gevonden. Als er wordt gekeken naar het abnormaal rendement op de lange termijn, dus een periode van 12 maanden, in de periode 1980-1991 wordt een abnormaal rendement gevonden van 3,78% (Rau & Vermaelen, 1998). Naast de positieve abnormale rendementen die worden gevonden, wordt er in de literatuur ook negatieve abnormale rendementen gevonden voor bidders. Kaplan & Weisbach (1992) vinden een abnormaal rendement van -1,49%. In Europa wordt in de periode 1993-2000 de dag voorafgaand van de aankondigingsdatum een abnormaal rendement gevonden van -2,51%.

Als de abnormale rendementen van vijandige overnames worden vergeleken met de abnormale rendementen bij normale overnames valt er dus te concluderen dat er bij vijandige overnames hogere abnormale rendementen worden behaald. Martynova & Renneboog (2011) hebben in hun onderzoek een vergelijking gemaakt tussen overnames die vijandig en vriendschappelijk van aard waren in Europa. In de dag voorafgaand aan de aankondiging en de dag erop volgend wordt er door bidders in een vijandige overname een abnormaal rendement van -0,45% behaald en in een gewone overname een abnormaal rendement van 1,06%. Targets behalen in een vijandige overname een abnormaal rendement van 16,12% en in een gewone overname een abnormaal rendement van 4,59%. Kortom, een vijandige overname zorgt voor een relatief hoger abnormaal rendement, waarbij targets altijd hogere abnormale rendementen behalen dan bidders. Een mogelijke uitleg hiervoor is dat de markt bij een vijandig bod verwacht dat er een relatief hoge prijs wordt geboden, wat een hogere premium betekent.

2.3 Europese Commissie

De Europese Commissie heeft de mogelijkheid om een overname goed te keuren of te blokkeren, waardoor de overname in principe niet tot stand kan komen mits de beslissing

heroverwogen wordt door de *Court of First Instances* (CFI). In de meeste gevallen dient de totstandkoming van een overname in een relatief snelle periode te gebeuren anders verliest een overname zijn commerciële waarde. Tussen de beslissing van de EC en de heroverweging kan een periode van 2 à 3 jaar zitten, waardoor ondernemingen niet vaak kiezen voor een heroverweging. In het geval de beslissing van de heroverweging verschilt van de EC komt dit in de meeste gevallen door een verkeerde economische analyse volgens de CFI (Bergman et al., 2005). Naast de mogelijkheden om een overname toe te staan en te blokkeren, kan de EC bij de goedkeuring ook bijkomende voorwaarden stellen. Interventies vanuit de EU tegen overnames worden gereguleerd door Verordeningen, waarvan de eerste in werking trad in 1990. Verordeningen hebben rechtstreekse werking in lidstaten. De EC dient bij de analyse ter goedkeuring van een overname slechts de potentiële creatie van een machtspositie te onderzoeken. Dit betekent dat de marktconcentratie wordt onderzocht die zou kunnen ontstaan door de overname. Andere aspecten van de overname zijn niet aan de EC om te beoordelen. Ten slotte moet de EC bij haar beslissingen rekening houden met nationale regelgeving omtrent overnames.

De EC heeft als een van haar doelstellingen het bevorderen van een efficiënte interne markt. Overnamebeschermingen zijn van belang voor ondernemingen en de maatschappij. Enerzijds kunnen overnames leiden tot schaalvoordelen en synergievoordelen, wat in het belang is van een onderneming. Anderzijds kunnen overnames de markt negatief beïnvloeden, aangezien het kan leiden tot verlaging van competitie, monopolies en inefficiënte productie. Om deze reden is het van belang dat de EC in zekere mate toezicht houdt op potentiële risico's voor de interne markt.

De EC kan met haar beslissingen invloed uitoefenen op de waarde creatie van ondernemingen. Zo kan een langdurige periode van onzekerheid het vertrouwen van beleggers schaden, waardoor de EC indirect invloed uitoefent op de aandeleprijzen. In de literatuur wordt er onderscheid gemaakt op het effect van de beslissingen uit fase I en fase II. Dit wordt gedaan omdat een overname die in fase I wordt goedgekeurd geen verdiepend analyse ondergaat. Ongeveer 93% van de overnames worden in fase I goedgekeurd (McGowan & Cini, 2008). Röller & Neven (2002) onderzochten de invloed van beslissingen van de EC in de periode 1999-2000. De resultaten laten zien dat overnames die pro-competitief zijn en mogelijk zelfs zullen zorgen voor negatieve waarde creatie vaker voorwaarden opgelegd krijgen. Daarnaast wordt aan overname, die in de tweede fase goedgekeurd zullen, relatief vaker voorwaarden opgelegd dan overname die worden goedgekeurd in de eerste fase.

Overnames die *post-overname* meer kans maken op het creëren van waarde staan onder grotere scepsis van de EC en worden vaak kritischer geanalyseerd voordat ze worden goedgekeurd. Dit is in overeenstemming met de anti-monopolie gedachte die volgt uit het Europees mededingingsrecht. In bepaalde industrieën is de kans op oneerlijke concentratie hoger. Er moet dan gedacht worden aan sectoren zoals telecommunicatie, media en farmaceutische bedrijven. Aanvragen voor overnames uit deze sectoren worden daarom ook kritischer bekeken. Dit is ook het geval voor ondernemingen die een niet-Europese achtergrond hebben. Dit duidt op enige vorm van protectionisme vanuit de EC. Echter, er bestaat geen relatie tussen een specifieke nationaliteit van een onderneming en de beslissing van de EC. Dit komt overeen met de gedachte dat de EC geen politieke voorkeuren mag betrekken bij het maken van haar beslissingen. De protectionistische gedachte van de EC heeft niet dus slechts betrekking op het onderscheid tussen Europese en niet-Europese ondernemingen, waarbij geen onderscheid wordt gemaakt tussen een target of bidder (Bergman et al., 2005). Het feit dat bepaalde aanvragen kritischer geanalyseerd betekent niet dat deze aanvragen doorverwezen worden naar fase II of per definitie voorwaarden meekrijgen.

De afgelopen jaren is de invloed van de EC steeds groter geworden in de zin dat er steeds vaker tussenkomst is van de EC. Een mogelijke uitleg hiervoor is dat het aantal overnames aanzienlijk is gestegen de afgelopen decennia. In zekere mate heeft de EC de mogelijkheid om de hele wereld te beïnvloeden door overnames te blokkeren of te kiezen voor een in-depth analyse wat het overnameproces vertraagt. Er bestaan zelfs een aantal gevallen dat de EC betrokken was bij overnames die geen betrekking hadden op Europese ondernemingen.

Er kan ook gekeken worden naar het effect wat beslissingen van de EC hebben op de abnormale rendementen van ondernemingen. In het onderzoek van Aktas et al. (2004) is er gekeken naar de *cumulative average abnormal returns* (CAAR) op de aankondigingsdatum en deze is vergeleken met de CAAR op de dagen dat de EC een beslissing maakte over de overname. Zij documenteerden dat er een significant verschil bestaat tussen de CAAR's van goedkeuringen met en zonder voorwaarden op dagen voorafgaand aan de aankondiging en op de aankondigingsdag zelf. Eenzelfde soort onderzoek is uitgevoerd door Duso et. al (2011). Zij vonden een CAAR op de aankondigingsdatum op de korte termijn een significant abnormaal rendement van 1,0%. Op de lange termijn werd een CAAR gevonden van 1,8%. Op de dagen dat een overname wordt goedgekeurd door de EC wordt er geen significante CAAR gevonden.

3. DATA

De gebruikte dataset bestaat uit 8 verschillende overnames, waarbij de aankondigingsdatum van de overname is gelegen in de periode 1999 – 2010. De aankondigingsdatum gelegen in 1999 vond plaats in de maand november. Dit is van belang om te vermelden, omdat in principe uit wordt gegaan van een tijdsperiode van 2000 - 2010. Enkel afgeronde overnames zijn meegenomen in de dataset en alle betrokken bedrijven zijn beursgenoteerd. Minimaal één van de bedrijven betrokken bij de overname bevindt zich in Europa. De betrokken landen in dit onderzoek zijn het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Nederland, de Verenigde Staten, Zweden, Frankrijk en Luxemburg. Alle ondernemingen zijn beursgenoteerd en de overnames worden als vijandig gecategoriseerd in ThomsonOne. In Europa is het aantal vijandige overnames beperkt, waardoor alleen de tijdsperiode en een vijandige strategie zijn meegenomen als criteria. Overigens zijn een aantal van deze overnames begonnen als vijandig, maar om de overname rond te krijgen is er op het laatste moment voor een 'vriendschappelijke' strategie gekozen. Dit hoeft geen invloed te hebben op de resultaten, omdat het abnormale rendement op de korte termijn wordt onderzocht. Voorts zijn alle overnames behandeld door de EC en zijn alle overnames goedgekeurd op grond van hetzelfde wetsartikel. Vervolgens zijn de overnames op grond van de informatie van de EC onderverdeeld in twee categorieën, namelijk of voorwaarden zijn opgelegd bij de overname of niet. Ten slotte is voor het marktmodel de MSCI Europe Index gebruikt. Dit is een stabiele koers die grote en middelgrote cap ondernemingen weergeeft uit 15 ontwikkelde landen in Europa.

3.1 Verschillende overnames

Op 19 september 2005 deed Deutsche Post na maandenlang beraad een bod aan de aandeelhouders van het Engelse Exel. Exel was de grootste logistieke dienstlener wereldwijd en Deutsche Post de grootste postdienst van Europa (C 263/41, 2005). Na het verliezen van de monopolie positie in Duitsland was Deutsche Post op zoek naar diversificatiemogelijkheden (The New York Times, 2005). Tijdens het onderzoek naar mogelijke problematiek vond de EC dat deze overname zou leiden tot een significante toename van het marktaandeel in Finland, Hongarije en Zweden. Echter, consumenten hebben een sterke onderhandelingspositie en maken vaak gebruik van meerdere postdiensten, waardoor deze toename niet tot problemen zou leiden en er geen voorwaarden zijn opgelegd (IP/05/1472, 2005). Uiteindelijk werd op 13 december 2005 Exel overgenomen voor \$ 6,6 miljard.

Op 17 juli 2005 maakte het Zweedse telecombedrijf, Tele2, een bod op het Nederlandse Versatel. Deze overname zou volgens Tele2 leiden tot jaarlijkse synergiën van \$ 50 miljoen en een toename van het klantenbestand van ongeveer 2,6 miljoen (Financial Times, 2005). Bij het onderzoek naar de marktconcentratie van deze overname is de EC gestuit op enkele

horizontale overlap qua activiteiten, maar dit zou niet leiden tot competitie problematiek, waardoor er ook geen voorwaarden zijn opgelegd (IP/05/1108, 2005). Op 1 november 2005 werd de overname afgerond met een prijs van \$ 1,1 miljard.

Op 19 februari 2008 initieerde het Amerikaanse Staples de overname van het Nederlandse bedrijf Corporate Express door middel van een vijandig bod. Beide ondernemingen zijn actief in het marktsegment van kantoorbenodigdheden. De overname zou ervoor zorgen dat Staples Inc. een leidende positie op de markt kantoorbenodigdheden zou verkrijgen (Reuters, 2008). Op 13 mei 2008 ontving de EC de aanmelding van deze mogelijke overname, waarin werd medegedeeld dat Staples de volledige zeggenschap over Corporate Express zou verkrijgen. Op basis van een voorlopig onderzoek kwam de EC tot de conclusie dat de marktconcentratie niet tot problemen zou leiden (C124/21). Op 17 juni 2008 heeft de EC besloten dat er geen bezwaar is tegen deze overname en dat er geen voorwaarden hoeven te worden opgelegd (C178/6). Op 29 juli 2008 betaalde Staples \$ 3,2 miljard voor Corporate Express.

Op 29 augustus 2010 deed het Franse bedrijf Sanofi-Aventis een bod op het Amerikaanse Genzyme. Beide ondernemingen zijn farmaceutische producenten. De reden voor deze overname was onder andere dat Sanofi-Aventis zich verder wilde ontwikkelen op het gebied van zeldzame ziektes, iets waar Genzyme al langere tijd mee bezig was (Reuters, 2010). Op 12 januari 2011 heeft de EC deze overname goedgekeurd zonder het opleggen van voorwaarden. Een punt van aandacht voor de EC was het onderzoek naar *Multiple Sclerosis*, waar beide farmaceuten mee bezig waren. Dit had kunnen leiden tot een te groot marktaandeel in dit onderzoek, maar de EC zag hier geen aanleiding voor en zijn er geen voorwaarden opgelegd (IP/11/31, 2011). Op 8 april 2011 is Genzyme overgenomen voor \$ 23,9 miljard.

Op 14 november 1999 deed het Engelse Vodafone AirTouch een bod op het Duitse Mannesman. Beide bedrijven zijn actief op de markt van telecommunicatie. Het onderzoek van de EC vond dat deze overname zou leiden tot een vermindering van competitie in het Verenigd Koninkrijk en België. Om deze reden heeft de EC twee voorwaarden opgelegd. Ten eerste moesten Orange en haar dochtervennootschappen ontbonden worden van Vodafone AirTouch. Ten tweede moest Vodafone AirTouch de mogelijkheid bieden aan andere telecommunicatiebedrijven om gebruik te maken van de pan-Europese diensten (IP/00/373). Mannesmann is overgenomen op 12 april 2000 voor een bedrag van \$ 202,8 miljard, waarmee dit tot op heden de grootste overname ooit is.

Op 27 januari 2006 kondigde het Nederlandse Mittal Steel aan Arcelor te willen kopen. Beide bedrijven waren ten tijde van de overname actief op de staalmarkt. Uit onderzoek van de EC is gebleken dat de bedrijfsactiviteiten van beiden grotendeels complementair is. De overname van Arcelor zou volgens de EC niet zorgen voor een significante stijging van het marktaandeel gezien het groot aantal concurrenten op de markt. Uitzondering hierop was de markt voor zware profielbalken. Om deze reden heeft Mittal aangeboden om twee staalfabrieken af te stoten (IP/06/725). Arcelor is 8 augustus 2006 verkocht voor \$ 32,2 miljard.

Voordat Sanofi-Aventis Genzyme overnam 2010 kondigde Sanofi-Synthelabo op 26 januari 2004 aan interesse te hebben in Aventis. Deze overname creëerde een van de grootste farmaceutische bedrijven allertijden. Hierdoor had de EC ernstige twijfels of dit de anti-monopolie gedachte in Europa in gevaar kon brengen. De EC legde de voorwaarden op dat Sanofi een aantal licenties moest verkopen of verlenen aan andere farmaceutische instellingen (IP/04/545). Uiteindelijk werd de overname effectief op 20 september 2004 en werd \$ 60,2 miljard betaald voor Aventis.

De laatste overname die betrokken wordt in dit onderzoek is de overname van Cadbury door Kraft Foods. Deze overname werd op 7 september 2009 aangekondigd. Kraft is een gedifferentieerd voedings- en drankenbedrijf dat ten tijde van de overname wereldwijd een sterke marktpositie had. Cadbury was een Engelse producent en verkoper van chocolade en suikerwerk. De overname van Cadbury zou leiden tot een bijzonder groot marktaandeel in Polen en Roemenië op het gebied van chocoladesnoepgoed. Om deze reden stelde de EC de maatregel dat de Poolse en Roemeense chocoldefabrieken afgestoten moesten worden. Cadbury werd overgenomen op 16 april 2010 voor \$ 18,8 miljard.

3.2 Beschrijvende statistieken

De aandeleprijzen rondom de aankondigingsdata zijn verkregen via Datastream. Uit ThomsonOne zijn een aantal algemene variabelen gehaald zoals de *Overname Waarde*. Tabel 1 geeft een beschrijving van een aantal variabelen met betrekking tot de verschillende ondernemingen. Van alle overnames is de overname waarde opgenomen, zodat in het onderzoek gekeken kan worden of de EC bij bepaalde overname waardes sneller voorwaarden opgelegd. Zoals te zien is in tabel 1 is het verschil tussen het minimum en het maximum erg groot. Dit maakt overigens niet uit voor dit onderzoek, omdat de overnames individueel worden onderzocht en heteroskedasticiteit hier derhalve geen rol speelt. Ook wordt onderzocht of de betrokkenheid van ondernemingen uit het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten een rol speelt bij het opleggen van voorwaarden door de EC en of de abnormale rendementen worden beïnvloed door een dergelijke betrokkenheid. In het

onderzoek van Martynova en Renneboog (2006) wordt bevonden dat de betrokkenheid van het Verenigd Koninkrijk tot een hoger abnormaal rendement kan leiden voor de target. De betrokkenheid van de Verenigde Staten wordt gebruikt om te onderzoeken of de betrokkenheid van een niet-Europees land sneller leidt tot het opleggen van voorwaarden en of het een effect heeft op de abnormale rendementen. Alle waardes zijn gegeven in dollar, omdat dit in de literatuur de meest gebruikte valuta is.

Tabel 1. Beschrijvende statistieken

	Obs	Gemiddelde	Min	Max
Overname waarde (mln \$)	8	43.601,32	1.130,12	202.785,13
Betrokkenheid VS (%)	8	0,38	0	1
Betrokkenheid VK (%)	8	0,38	0	1
Premium (%)	8	38,49	5,40	89,15

4. METHODOLOGIE

4.1 Event Studie

Het abnormale rendement van de verschillende vijandige overnames wordt vergeleken door middel van acht individuele event studies. Deze event studies zullen worden uitgevoerd aan de hand van het boek van Van der Sar (2015). Hierin wordt het abnormale rendement berekend door het werkelijke rendement te verminderen met de benchmark, wat in dit geval de het marktmodel is. Deze methode vindt zijn oorsprong in het onderzoek van Fama et al. uit 1969.

Het abnormale rendement wordt gemeten in vier verschillende testperiodes. Allereerst wordt gekeken naar de abnormale rendement in de testperiodes [-1,+1] en [-10,+10]. Als referentiepunt wordt genomen de dag dat een openbaar bod wordt gedaan aan de target, dus de aankondigingsdatum. Het duurt namelijk enige tijd voordat de overname uiteindelijk tot stand komt, waardoor het nemen van de 'effective date' de reacties op de markt niet goed weergeven (Bowman, 1983). Ten slotte worden dezelfde testperiodes, namelijk [-1, +1] en [-10, +10] gebruikt om de invloed op het abnormale rendement door het persbericht van de EC, waarin vermeld staat of er wel of geen voorwaarden worden opgelegd, te analyseren.

Allereerst wordt middels het marktmodel de gevoeligheid van een aandeel ten opzichte van de markt geschat. Hiervoor wordt een controleperiode van [-220, -20] toegepast.

$$R_{it} = a_i + b_i * R_{Mit} + u_{it}$$

Met behulp van de geschatte parameters worden de normale rendementen in de testperiode gemeten door middel van de volgende formule:

$$R_{it}^* = \hat{a}_i + \hat{b}_i * R_{Mit}$$

Vervolgens kan met de resultaten van de twee voorgaande formules het abnormale rendement worden berekend in de testperiode:

$$ar_{it} = R_{it} - R_{it}^*$$

Om te beoordelen of sprake is van een significant verschil tussen de abnormale rendementen in beide categorieën wordt gebruikgemaakt van een t-toets. Aangezien alle overnames individueel worden onderzocht kan gebruik worden gemaakt van een simpele t-test, omdat de standaarddeviatie door middel van Excel achterhaald kan worden:

$$T1AR_t = \frac{AR_t}{\sigma_t/\sqrt{N}}$$

Indien de abnormale rendementen significant verschillen van 0, is er sprake van een significant effect door de aankondiging van een overname. Om de verschillende abnormale rendementen met elkaar te vergelijken door gebruik te maken van de *cumulative abnormale returns* (CAR). Dit is de som van de abnormale rendementen binnen de periode die geanalyseerd wordt.

5. RESULTATEN

De resultaten worden in twee delen beschreven. Eerst worden de cumulatieve abnormale rendementen beschreven gedurende de aankondigingsdatum van de overname. Hierbij wordt ook het verschil onderzocht tussen de CAR en AR, waarbij onderscheid wordt gemaakt in bidders en targets waarvoor wel of geen voorwaarden worden opgesteld door de EC. Ten tweede worden de resultaten beschreven in de gekozen tijdsperiode dat de EC publiceert of er wel of geen voorwaarden worden opgesteld voor de overname. Hiermee wordt onderzocht of het stellen van voorwaarden de CAR en AR beïnvloed.

5.1 Resultaten aankondigingsdatum overname

Tabel 2 geeft een overzicht van zowel targets als bidders, waarbij de bovenste vier steeds wél voorwaarden opgelegd krijgen door de EC en de onderste vier niet. Hoewel de tabel aantoont dat er geen significante CAR of AR aanwezig is voor alle overnames, kan wel gesteld worden

dat de gemiddelde waardes van zowel de bidders en targets positief is. Uit de literatuur volgt dat voor bidders veelal een negatieve waarde wordt gevonden of een waarde dichtbij nul. Voor bidders is de gemiddelde CAR voor $[-1, +1]$ is +2,21%, voor $[-10, +10]$ +1,74%. Dit wijkt dus in bepaalde mate af van de literatuur. Voor AR op $t=0$ is worden voornamelijk waardes gevonden dichtbij nul zoals Kraft met -0,70%, Staples met +0,50% en Tele2 met +0,70%. Uit de literatuur volgt dat het voor vijandige overname gebruikelijk dat relatief hoge abnormale rendementen worden behaald, maar dat is hier niet het geval.

Voor de targets worden voornamelijk positieve abnormale rendementen – en hiermee ook positieve CAR's – gehaald. Genzyme heeft een CAR $[-10, +10]$ van -17,70%, terwijl CAR $[-1, +1]$ en AR op $t=0$ beide positief resultaten geven. Dit kan verklaard worden door het feit dat na de aankondigingsdatum de abnormale rendementen gedurende 10 dagen negatief waren. Ook in de 10 dagen voorafgaand aan de aankondiging van de overname is op een aantal dagen een negatieve AR behaald. Ook Exel heeft een negatieve CAR $[-10, +10]$, deze is -3,0%. Dit is grotendeels te verklaren door de negatieve abnormale rendementen in de dagen na de aankondiging. De gemiddelde CAR $[-1, +1]$ is +15,69% wat in grote mate overeenkomt met de resultaten van Martynova & Renneboog (2011). Een grote uitschieter in vergelijking met de andere bidders is Corporate Express. Deze behaalt een CAR $[-10, +10]$ van +93,20%. In alle dagen voorafgaand en na afloop van de aankondiging worden grote abnormale rendementen gevonden, waarbij het abnormale rendement op de aankondigingsdatum +39,50% is. Aangezien in de literatuur meermaals wordt beschreven dat vijandige overnames relatief hoge abnormale rendementen kunnen generen, worden verder geen vraagtekens gezet bij de waardes van Corporate Express.

Als naar de gemiddelde waardes wordt gekeken voor zowel de bidders en targets kan geconcludeerd worden dat de targets relatief hogere abnormale rendementen behalen, wat in overeenstemming is met hetgeen in voorgaande literatuur wordt geschreven. Een uitzondering hierop is de overname van Arcelor – Mittal, aangezien Arcelor als target lagere abnormale rendementen heeft behaald dan de Mittal. Een andere uitzondering is Versatel, die een relatief lagere de CAR $[-10, +10]$ heeft dan Tele2. Echter, gemiddeld gezien komen de gevonden waardes overeen met de literatuur.

Tabel 2: De cumulatieve abnormale rendementen en abnormale rendementen van bidders en targets. De bovenste vier bidders hebben voorwaarden opgelegd gekregen door de EC en de onderste vier bidders niet. Hetzelfde geldt voor de targets. De p-waarden staan in de [haakjes] en zijn berekend door middel van de standaarddeviatie. Onderaan de tabel zijn de gemiddelde waardes opgenomen per categorie.

	CAR _[-1, +1]	CAR _[-10, +10]	AR _{t=0}
<u>Bidders</u>			
Kraft	-0,070 [0,611]	-0,094 [0,561]	-0,007 [0,519]
Sanofi	-0,109 [0,716]	-0,001 [0,501]	-0,005 [0,674]
Mittal	0,317 [0,960]	0,284 [0,723]	0,269 [0,995]
Vodafone AirTouch	-0,049 [0,586]	-0,335 [0,711]	-0,016 [0,549]
Sanofi-Aventis	0,019 [0,538]	0,154 [0,616]	0,007 [0,694]
Tele2	0,017 [0,536]	0,164 [0,627]	0,007 [0,527]
Staples	0,044 [0,565]	-0,009 [0,505]	0,005 [0,592]
Deutsche Post	0,008 [0,519]	-0,024 [0,520]	-0,022 [0,509]
Gemiddelde bidders	0,022	0,017	0,030
<u>Targets</u>			
Cadbury	0,365 [0,929]	0,282 [0,666]	0,369 [0,995]
Aventis	0,058 [0,617]	0,177 [0,635]	0,036 [0,624]
Arcelor	0,111 [0,697]	0,146 [0,601]	0,049 [0,652]
Mannesmann	0,123 [0,708]	0,180 [0,619]	0,074 [0,715]
Genzyme	0,015 [0,526]	-0,177 [0,617]	0,023 [0,569]
Versatel	0,132 [0,669]	0,186 [0,605]	0,138 [0,818]
Corporate Express	0,441 [0,551]	0,932 [0,541]	0,395 [0,579]
Exel	0,010 [0,519]	-0,030 [0,522]	0,006 [0,521]
Gemiddelde targets	0,157	0,212	0,136

Vervolgens is een t-toets uitgevoerd om te beoordelen of sprake is van een relatie tussen de verschillende categorieën. De resultaten hiervan zijn weergegeven in tabel 3. Ten eerste bestaat geen significante relatie tussen bidders uit de twee verschillende categorieën. Dit betekent dat een eventueel toekomstige oplegging van voorwaarden door de EC geen verschil in abnormale rendementen oplevert. Dit geldt ook voor targets uit beide categorieën. Voorts zijn de targets en bidders waarbij geen voorwaarden zijn opgelegd door de EC onderzocht en hieruit volgt ook geen significante relatie. Dit geldt tevens voor targets en bidders waarbij wel voorwaarden zijn opgelegd door de EC. Ten slotte is geanalyseerd of een significant verschil bestaat tussen de abnormale rendementen behaald door bidders en targets, waarbij geen onderscheid is gemaakt of er wel of geen voorwaarden worden opgesteld door de EC. Voor de CAR [-1, +1] wordt een significantie van 10% gevonden. Hiermee kan gesteld worden dat targets een significant hoger abnormaal rendement behalen dan bidders. Voor de overige tijdsperiodes wordt geen dergelijk verschil gevonden. Dit komt overeen met de literatuur, omdat deze stelt dat geen verschil bestaat tussen de abnormale rendementen voor bidders en targets als gevolg van een overname.

Tabel 3: De waarden in [haakjes] geven de p-waarden van verschillende berekeningen. De eerste twee waarden analyseren of een verschil bestaat in de categorie bidder of target op het moment dat er wel of geen voorwaarden worden gesteld door de EC. In de volgende twee waarden wordt geanalyseerd of een significant verschil bestaat tussen targets en bidders die beide wel of geen voorwaarden opgesteld hebben gekregen. Ten slotte wordt geanalyseerd of een verschil bestaat tussen targets en bidders.

	CAR _[-1, +1]	CAR _[-10, +10]	AR _{t=0}
Bidders uit beide categorieën	[0,998]	[0,478]	[0,446]
Targets uit beide categorieën	[0,910]	[0,907]	[0,946]
Targets en bidders zonder voorwaarden	[0,297]	[0,575]	[0,214]
Targets en bidders met voorwaarden	[0,288]	[0,165]	[0,523]
Targets en bidders beide categorieën	[0,087]*	[0,171]	[0,129]

* 10% significantie

5.2 Resultaten publicatie mogelijke voorwaarden EC

In tabel 4 worden de resultaten weergegeven met betrekking tot de aankondigingsdatum – oftewel publicatiedatum - van de EC of er wel of geen voorwaarden worden opgelegd voor het succesvol vervullen van een overname. Allereerst, voor de abnormale rendementen is in geen enkele tijdsperiode een significant rendement gevonden. Voor bidders zijn de resultaten in de drie gemeten tijdsperiodes gemiddeld negatief. De CAR [-1, +1] is gemiddeld -5,20%, CAR [-10, +10] -0,24% en AR t=0 -2,50%. Voor de targets geldt hetzelfde, namelijk een negatief abnormaal rendement voor alle drie de tijdsperiodes. Dit komt niet overeen met hetgeen Duso et. al. (2011) hebben gevonden, aangezien in hun onderzoek een CAAR wordt gevonden van +1,0% op de korte termijn en hier slechts negatieve abnormale gevonden worden gevonden.

Ook geldt hier dat de bidders op CAR [-1, +1] en AR $t=0$ gemiddeld gezien een hoger abnormaal rendement behalen dan targets. Dit is tegenstrijdig met hetgeen in sectie 5.1 en eerdere literatuur wordt beschreven. Enkel voor CAR [-10, +10] behalen de targets gemiddeld een hoger abnormaal rendement.

De p-waarden van de (cumulatief) abnormale rendementen zijn in vergelijking met de p-waarden die worden gevonden bij de aankondigingsdatum zelf relatief hoog. Dit betekent dat de waarden in tabel 3 meer op toeval zijn gebaseerd dan de resultaten uit tabel 2. Dit kan komen doordat abnormale rendementen doorgaans worden bestudeerd in tijdsperiodes met betrekking tot de aankondigingsdatum en hier de publicatiedatum van de EC wordt gebruikt.

Vodafone AirTouch behaalt op de publicatiedatum van de EC een abnormaal rendement van -16,0%. Dit is een relatief veel lager abnormaal rendement dan is behaald op de aankondigingsdatum van de overname. Dit kan verklaard worden door het feit dat de EC een aantal voorwaarden heeft opgesteld, die het vertrouwen van de markt kunnen hebben aangetast. Mittal behaalt een resultaat van + 10,70% op CAR [-10, +10]. Dit kan verklaard worden doordat zij hebben aangeboden twee fabrieken te verkopen ter bevordering van de overname. Een ander opvallend resultaat uit tabel 3 is Sanofi-Aventis wat een resultaat van + 17,60% heeft bij CAR [-10, +10], terwijl Genzyme – de target bij deze overname – een CAR [-10, +10] heeft van -42,80%. Dit wijkt af van eerdere literatuur, welke beschrijft dat een target veelal een hoger abnormaal rendement behaald dan een bidder.

Tabel 4: De cumulatieve abnormale rendementen en abnormale rendementen van bidders en targets na aankondiging en publicatie van de EC. De bovenste vier bidders hebben voorwaarden opgelegd gekregen door de EC en de onderste vier bidders niet. Hetzelfde geldt voor de targets. De p-waarden staan in de [haakjes] en zijn berekend door middel van de standaarddeviatie. Onderaan de tabel zijn de gemiddelde waardes opgenomen per categorie.

	CAR _[-1, +1]	CAR _[-10, +10]	AR _{t=0}
<i>Bidders</i>			
Kraft	0,052 [0,589]	0,042 [0,527]	0,006 [0,519]
Sanofi	-0,086 [0,671]	0,060 [0,546]	-0,073 [0,789]
Mittal	0,010 [0,518]	0,107 [0,571]	0,002 [0,507]
Vodafone AirTouch	-0,483 [0,959]	-0,338 [0,889]	-0,160 [0,841]
Sanofi-Aventis	0,100 [0,702]	0,176 [0,638]	0,051 [0,678]
Tele2	-0,016 [0,533]	-0,036 [0,528]	-0,020 [0,571]
Staples	0,014 [0,522]	0,001 [0,501]	-0,008 [0,527]
Deutsche Post	-0,007 [0,514]	-0,031 [0,525]	0,002 [0,507]
Gemiddelde bidders	-0,052	-0,002	-0,025
<i>Targets</i>			
Cadbury	-0,049 [0,571]	0,055 [0,530]	-0,012 [0,529]
Aventis	-0,062 [0,625]	0,093 [0,572]	-0,059 [0,702]
Arcelor	0,008 [0,515]	-0,077 [0,552]	-0,003 [0,511]
Mannesmann	0,003 [0,504]	-0,186 [0,604]	-0,003 [0,509]
Genzyme	-0,063 [0,624]	-0,428 [0,793]	-0,021 [0,572]
Versatel	0,008 [0,513]	0,011 [0,506]	0,006 [0,515]
Corporate Express	0,050 [0,506]	0,273 [0,512]	0,038 [0,508]
Exel	-0,010 [0,520]	-0,057 [0,541]	0,003 [0,511]
Gemiddelde targets	-0,014	-0,040	-0,006

Vervolgens zijn meerdere t-toetsen uitgevoerd om te beoordelen of sprake is van een significant verschil tussen beide categorieën. Deze resultaten zijn weergegeven in tabel 5. Ten eerste bestaat geen significant verschil tussen bidders die wel of geen voorwaarden krijgen. Hetzelfde geldt voor targets uit beide categorieën. Dit is niet in overeenstemming met de resultaten van Aktas et. al (2004), aangezien zij een significant verschil meten op de aankondigingsdatum, wanneer het oordeel van de EC wordt gepubliceerd. Vervolgens is gekeken of een significant verschil bestaat tussen targets met voorwaarden en bidders met voorwaarden. Hetzelfde is gedaan voor targets en bidders zonder voorwaarden, maar voor beiden wordt geen significant verschil geconstateerd. Ten slotte worden alle targets vergeleken met de bidders, maar ook hier wordt geen significant verschil gevonden. Dit kan enigszins verklaard worden door het feit dat in de literatuur normaliter ook geen significant verband wordt gevonden tussen targets en bidders.

Uit tabel 5 volgt tevens dat de overname waarde een significant effect heeft op bidders. De overnames met de grootste en kleinste overname waardes zijn met elkaar vergeleken door middel van een t-toets en hieruit blijkt een significant verschil van 0% voor CAR [-1, +1] en van 5% voor CAR [-10, +10]. De betrokkenheid van het Verenigd Koninkrijk geeft een significant effect op CAR [-10, +10] van 10% op bidders. Volgens de literatuur zorgt de betrokkenheid van het Verenigd Koninkrijk voor een relatief hoger abnormaal rendement voor targets, maar dat is hier niet het geval. Hier behalen targets met de betrokkenheid van het Verenigd Koninkrijk namelijk een gemiddelde CAR [-10, +10] van -6,27% en zonder betrokkenheid van het Verenigd Koninkrijk een gemiddelde CAR [-10, +10] van -2,56%. Voor de betrokkenheid van de Verenigde Staten wordt voor zowel de bidders als targets geen significant verschil gevonden.

Tabel 5: De waarden in [haakjes] geven de p-waarden van verschillende berekeningen. De eerste twee waarden analyseren of een verschil bestaat in de categorie bidder of target op het moment dat er wel of geen voorwaarden worden gesteld door de EC. In de volgende twee waarden wordt geanalyseerd of een significant verschil bestaat tussen targets en bidders die beide wel of geen voorwaarden opgesteld hebben gekregen. Ten slotte is verschil gekeken tussen alle bidders en targets.

	CAR _[-1, +1]	CAR _[-10, +10]	AR _{t=0}
Bidders uit beide categorieën	[0,311]	[0,630]	[0,213]
Targets uit beide categorieën	[0,499]	[0,898]	[0,205]
Targets en bidders zonder voorwaarden	[0,482]	[0,640]	[0,990]
Targets en bidders met voorwaarden	[0,468]	[0,978]	[0,425]
Targets en bidders beide categorieën	[0,585]	[0,690]	[0,470]
Min en Max overname waarde bidders	[0,000]*	[0,034]**	-
Min en Max overname waarde targets	[0,941]	[0,215]	-
Betrokkenheid Verenigde Staten bidders	[0,141]	[0,246]	[0,114]
Betrokkenheid Verenigde Staten targets	[0,811]	[0,967]	[0,591]
Betrokkenheid Verenigd Koninkrijk bidders	[0,259]	[0,081]***	[0,250]
Betrokkenheid Verenigd Koninkrijk targets	[0,808]	[0,793]	[0,828]

* significantie 0%

** significantie 5%

*** significantie 10%

6. CONCLUSIE EN DISCUSSIE

6.1 Conclusie

In dit onderzoek is de volgende onderzoeksvraag beantwoord:

Hoe verschilt het abnormaal rendement bij vijandige overnames bij goedkeuring door de Europese Commissie met en zonder bepaalde voorwaarden?

Bij aanvang van dit onderzoek verwachtte ik dat op het moment dat de EC voorwaarden zou stellen bij overnames dit een negatief effect zou hebben op het abnormale rendement. Dit zou namelijk komen, doordat het opstellen van voorwaarden het vertrouwen van aandeelhouders en anderen op de markt zou kunnen schaden. Aangezien dit onderzoek is onderverdeeld in één sectie met betrekking tot de aankondigingsdatum en één sectie betrekking met de aankondigingsdatum van de EC, wordt dat hier ook gedaan.

In dit onderzoek is voor de aankondigingsdatum van een overname voor zowel de bidders als de targets geen significante resultaten gevonden. Wel bestaat een significant verschil tussen targets en bidders voor CAR [-1, +1] wat afwijkt van eerdere literatuur. Vervolgens is het effect van de voorwaarden van de EC op de abnormale rendementen geanalyseerd en met deze resultaten is de hoofdvraag van dit onderzoek beantwoord. Er bestaat volgens dit onderzoek

geen significante relatie tussen het opleggen van voorwaarden door de EC en de behaalde abnormale rendementen.

De invloed van de EC is in de afgelopen jaren aanzienlijk gegroeid op het gebied van overnames. De resultaten van dit onderzoek laten zien dat de EC niet enkel politiek onafhankelijk is – aangezien de beoordeling van overname wordt beoordeeld per geval en uit eerdere literatuur volgt dat vooringenomenheid en protectionisme geen rol speelt – maar ook economisch onafhankelijk is. Het ingrijpen van de EC heeft namelijk geen significante invloed op de financiële waarde van de onderzochte bedrijven. Het effect dat het ingrijpen van de EC heeft, ziet derhalve slechts op de snelheid dat een overname plaatsvindt. Bovendien ben ik van mening dat de resultaten uit dit onderzoek ook worden geleid door specifieke voorwaarden of gebeurtenissen ten aanzien van een overname. Om niet in de problemen te komen heeft Arcelor bijvoorbeeld voorgesteld om twee fabrieken te verkopen. Een dergelijke handeling kan op de markt tot vertrouwen in Arcelor leiden. Het (eventuele) effect hiervan is terug te zien in de CAR [-10, +10].

Tevens is de betrokkenheid van de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk en de overnamewaarde onderzocht. Zo bestaat een significant verschil voor de bidders met de minimum overname waarde van deze dataset en de overname met de maximum overname waarde. Een dergelijke relatie bestaat niet voor targets. Daarnaast zorgt de betrokkenheid van het Verenigd Koninkrijk voor een significant verschil voor de bidders in CAR [-10, +10]. De resultaten verschillen wel met de literatuur, aangezien dit onderzoek uitwijst dat de betrokkenheid van het Verenigd Koninkrijk zorgt voor een gemiddeld lager abnormaal rendement voor targets.

6.2 Discussie

Uiteraard zitten er een aantal beperkingen in dit onderzoek. In deze laatste sectie zullen deze problemen aangehaald worden en worden mogelijke oplossingen benoemd. Ten eerste moet rekening worden gehouden met het feit dat dit onderzoek is uitgevoerd door middel van 8 overnames, waarvan 4 in elke categorie. In Europa worden niet veel vijandige overnames uitgevoerd, waardoor het lastig is om een grote dataset te creëren. De 8 overnames die zijn meegenomen in dit onderzoek verschillen allen veel van elkaar wat betreft premium, betrokkenheid van een niet-Europees land, sector waarin de onderneming actief is en had een overname een target en bidder uit hetzelfde land. Deze omstandigheden kunnen de resultaten hebben beïnvloed.

Ten tweede loopt de onderzoeksperiode van 2000-2010. In deze periode heeft een financiële crisis plaatsgevonden, welke haar hoogtepunt had in de zomer van 2008 en eindigde in 2009. Meerdere overnames uit dit onderzoek hebben plaatsgevonden rond deze periode, waardoor de instabiele markt invloed kan hebben gehad op de resultaten. Toch is doelbewust gekozen voor deze tijdsperiode, omdat hierin relatief de meeste vijandige overnames hebben plaatsgevonden, waarbij onderscheid kon worden gemaakt tussen beide categorieën. Voor een volgend onderzoek zou het wellicht beter zijn om een ruimere tijdsperiode te kiezen of de financiële crisis eruit te filteren.

Aangezien het aantal vijandige overnames in Europa vrij beperkt is, is ervoor gekozen om te filteren op overnames die in ThomsonOne staan genoteerd als 'vijandige strategie'. Dit betekent echter niet dat de overname uiteindelijk vijandig was. Dit kan ertoe hebben geleid dat niet de relatief hoge abnormale rendementen zijn gevonden die wel in de literatuur worden gevonden bij vijandige overnames.

Daarnaast heeft dit onderzoek gekeken naar de betrokkenheid van de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk op de abnormale rendementen in tijdsperiodes rondom de publicatiedatum van de EC. De betrokkenheid van deze landen was van toepassing in 3 van de 8 overnames (voor beide landen apart). Voor een vervolgonderzoek is het interessant om dit grootschaliger te onderzoeken en te beoordelen of de EC wellicht een vorm van protectionisme vertoont of dat de markt anders reageert op een overname waar een van deze twee landen bij betrokken is. Het kan ook interessant zijn om in een vervolgonderzoek te analyseren wat de gevolgen zijn van een overname binnen één land.

Ten slotte is voor het marktmodel de MSCI Europe Index gevonden. In eerdere literatuur wordt voornamelijk gebruik gemaakt van de S&P 500, omdat deze index bekend staat als het meest stabiel. Bij aanvang van het onderzoek leek het mij verstandiger om te kiezen voor de MSCI Europe Index, omdat de overnames in dit onderzoek betrekking hadden op Europa. Voor een vervolgonderzoek zou het interessant zijn om te analyseren of andere resultaten worden gevonden met de S&P 500 Index in het marktmodel.

Kortom, er bestaan verschillende suggesties voor een vervolgonderzoek. Deze suggesties zijn opgesomd als het kiezen van een grotere dataset, een andere (en wellicht langere) tijdsperiode, strenger filteren op de vijandigheid van een overname, meer overnames analyseren die de betrokkenheid van de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk meebrengen en het analyseren van overnames in één land. Een laatste suggestie is het gebruikmaken van de S&P 500 Index.

LITERATUURLIJST

- Aktas, N., E. de Bodt, R. Roll, 2004. Market Response to European Regulation of Business Combinations, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4): 731-757.
- Alexandridis, G., N. Antypas, N. Travlos, 2017. Value creation from M&As: New evidence, *Journal of Corporate Finance*, 45(2017): 632-650.
- Asquith, P., 1983. Merger bids, uncertainty, and stockholder returns, *Journal of Financial Economics*, 11(1-4): 51-83.
- Asquith, P., R. Bruner, D. Mullines, Jr., 1987. Merger Returns and the Form of Financing, *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices*, 34(1): 115-146.
- Bergman, M.A., M. Jakobsson, C. Razo, 2005. An econometric analysis of the European Commission's merger decisions, *International Journal of Industrial Organization*, 23(9-10): 717-737.
- Baradwaj, B.G., D.R. Fraser, E.P.H. Furtado, 1990. Hostile bank takeover offers: Analysis and implications, *Journal of Banking & Finance*, 14(6): 1229-1242.
- Bickerton, I. & R. Bergström (2005, 18 juli). Tele2 unveils offer for Versatel. Geraadpleegd van <https://www.ft.com/content/f3d1e77c-f75d-11d9-9f64-00000e2511c8>.
- Boone, A.L., J.H. Mulherin, 2000. Comparing acquisitions and divestitures, *Journal of Corporate Finance*, 6(2): 117-139.
- Bowman, R.G., 1983. Understanding and conducting event studies, *Journal of Business Finance & Accounting*, 10(4): 561-584.
- Bradley, M., A. Desai, E.H. Kim, 1982. Specialized resources and competition in the market for corporate control. Typescript. Ann Arbor: University of Michigan, Graduate School of Business.
- Chee, F.Y., (2008, 11 juni). Staples wins Corporate Express in \$ 2.65 bln deal. Geraadpleegd van <https://www.reuters.com/article/us-corporateexpress/staples-wins-corporate-express-in-2-65-bln-deal-idUSL1141489020080611>.
- Commission clears merger between Vodafone Airtouch and Mannesmann AG with conditions.* (2000, 12 april). European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_00_373.
- Dinc. I.S., I. Erel, 2013. Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions, *The Journal of Finance*, 68(6): 2471-2514.
- Duso, T. K. Gugler, B.B. Yurtoglu, 2011. How effective is European merger control?, *European Economic Review*, 55(7): 980-1006.
- Eckbo, B.E., 1983. Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics*, 11(1-4): 241-273.
- Gaughan, P.A. (2015). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (zesde editie). Hoboken: Wiley (2015).
- Goergen, M., L. Renneboog, 2004. Shareholder wealth effects of European domestic and

- cross-border takeover bids, *European Financial Management*, 10(1): 9-45.
- Hitt, M.A., J.S. Harrison, R.D. Ireland, 2002. Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders, *The Academy of Management Executive*, 16(2): 171-173.
- Jameson, A., (2008, 11 juni). Staples agrees €3.1bn takeover of Corporate Express. Geraadpleegd van <https://www.thetimes.co.uk/article/staples-agrees-euro31bn-takeover-of-corporate-express-l8xtr6zmcxg>.
- Jarrell, G.A., A.B. Poulsen, 1989. The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades, *Journal of Financial Management*, 18(3): 12-19.
- Jensen, M.C., R.S. Ruback, 1983. The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 11(1-4): 5-50.
- Kaplan, S.N., M.S. Weisbach, 1992. The succes of acquisitions: Evidence from divestitures, *Journal of Finance*, 47(1): 107-138.
- Martynova, M., L. Renneboog, 2006. The performance of the European market for corporate control: Evidence from the fifth takeover wave, *European Financial Management*, 17(2): 208-259.
- Martynova, M., L. Renneboog, 2011. The performance of the European market for corporate control: Evidence from the fifth takeover wave, *European Financial Management*, 17(2): 208-259.
- Meghouar, H. (2016). *Corporate takeover targets: Acquisition probability*. Hoboken: Wiley & Sons (2016).
- Mergers: Commission clears proposed acquisition of Genzyme by Sanofi-Aventis.* (z.d.). European Commission. Geraadpleegd 15 juli 2020, van https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_11_31.
- Mergers: Commission clears the acquisition of Dutch and Belgian parts of Versatel by Tele2.* (2005, 8 september). European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_05_1108.
- Mergers: Commission clears the acquisition of Exel by Deutsche Post.* (2005, 24 november). European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_05_1472
- Mulherin, J.H., A.L. Boone, 2000. Comparing acquisitions and divestitures, *Journal of Corporate Finance*, 6(2): 117-139.
- Neven, D.J., L.H. Röller, Discrepancies between markets and regulators: An analysis of the first ten years of EU merger control, *The Pros and cons of merger control*. Konkurrentsverket/Swedish Competition authority: 13-38.
- Publicatieblad van de Europese Unie (2005). *Mededelingen en bekendmakingen C263/41*. Geraadpleegd van <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2005:263:FULL&from=EN>.
- Publicatieblad van de Europese Unie (2008). *Mededelingen en bekendmakingen C124/21*. Geraadpleegd van <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/NL/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2008:124:FULL&from=EN>

- Publicatieblad van de Europese Unie (2008). *Mededelingen en bekendmakingen* C178/6. Geraadpleegd van <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/NL/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2008:178:FULL&from=EN>
- Rau, P.R., T. Vermaelen, 1998. Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, 49(2): 223-253.
- Rhodes-Kropf, M., S. Viswanathan, 2004. Market Valuation and Merger Waves, *The Journal of Finance*, 59(6): 2685-2718.
- Sovich, N., & Mennella, N. (2011, 16 februari). *Sanofi to buy Genzyme for more than \$20 billion*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/us-genzyme-sanofi-idUSTRE71E4XI20110216>.
- Sridharan, U.V., R.M. Reinganum (1995). Determinants of the choice of the hostile takeover mechanism: an empirical analysis of tender offers and proxy contests, *Financial Management*, 24(1): 57-67.
- Timmons, H. (2005, 19 september). *Deutsche Post Is Set to Acquire Exel of Britain*. The New York Times. <https://www.nytimes.com/2005/09/19/business/worldbusiness/deutsche-post-is-set-to-acquire-exel-of-britain.html>.
- Weston, J.F., M.L. Mitchell, J.H. Mulherin (2004). *Takeovers, restructuring and corporate takeovers*. New York, Verenigde Staten: Pearson Education Inc.