

De reinigende werking van overnames in de vastgoedmarkt

In de beursgenoteerde vastgoedsector vinden geen vijandige overnames plaats, wat zou kunnen duiden op een falende markt voor toezicht. Dit artikel toont aan dat vastgoedfondsen die relatief slecht presteren, wereldwijd een grotere kans hebben om te worden overgenomen dan goed presterende fondsen.

Overnames – en in het bijzonder vijandige – vormen een belangrijk element van *corporate governance*. Volgens de corporate finance theorie zijn ondermaats presterende en inefficiënte bedrijven een gewilde prooi voor investeerders, die ze door middel van herstructurering en nieuw management beter hopen te laten presteren. De druk die dit marktmechanisme op managers legt, verkleint het *agency*-probleem tussen aandeelhouders en managers (Jensen, 1988).

In de vastgoedsector lijken vijandige overnames echter niet of nauwelijks voor te komen. Allen en Sirmans alsmede Campbell et al. vinden geen enkele vijandige overname van beursgenoteerde vastgoedfondsen in de afgelopen decennia (Allen & Sirmans, 1987; Campbell et al., 2001). Dit is opmerkelijk, omdat vijandige overnames wel frequent plaatsvinden in andere sectoren. Schwert vindt dat vijandige overnames in het algemeen duurder betaald worden dan vriendelijke overnames, door de asymmetrische informatie tussen bieder en doel (Schwert, 2000). Deze overnamepremie zijn wellicht te rechtvaardigen in een snel groeiende industrie zoals de technologiesector, maar de vastgoedsector wordt gekenmerkt door een relatief stabiele groei. Hierdoor zijn hoge premies die betaald zijn bij een overname alleen nog over een lange periode terug te verdienen. Van vijandige overnames gaat echter een sterker disciplinerend effect uit dan van vriendelijke overnames, dus de afwezigheid van vijandige overnames in de vastgoedsector zou kunnen duiden op een slecht functionerende overnamemarkt.

Corporate governance is voor de vastgoedsector van groot en toenemend belang, daar institutionele beleggers de laatste jaren hun kapitaal niet langer meer direct in gebouwen investeren, maar veelal in vastgoed beleggen via al of niet beursgenoteerde vastgoedfondsen. Deze structurele verandering in investeringsstrategie heeft geleid tot een scheiding van eigendom

en management en heeft daarmee de deur geopend voor *agency*problemen (Jensen & Meckling, 1976). Deze studie gaat dieper in op de werking van de overnamemarkt in de vastgoedsector, waarbij we onderzoeken in hoeverre die markt, ondanks het ontbreken van vijandige overnames, zijn reinigende werk naar behoren doet. Met andere woorden, de vraag is of de overnamemarkt ervoor zorgt dat de goede fondsen blijven bestaan en de slechte worden overgenomen. Gebruikmakend van een wereldwijde steekproef, onderzoeken wij of bedrijven die prooi zijn van een overname ook daadwerkelijk de minder renderende vastgoedfondsen zijn. Daarnaast gebruiken we de steekproef om vast te stellen of overnames waarde creëren of juist vernietigen.

Overnameprooi: willekeur of rotte appel?

Als toezicht door de markt op beursgenoteerde bedrijven goed functioneert, zouden ondermaats presterende bedrijven door de markt geïdentificeerd moeten worden, wat een overname tot gevolg zou kunnen hebben. Wij refereren hieraan als 'de reinigende werking' van de markt. Een brede stroom literatuur richt zich op het onderzoeken van de relatie tussen (beurs)prestaties en de kans om overgenomen te worden. Er bestaat echter geen consensus: slechts enkele studies constateren dat bedrijven die prooi zijn van een overname ook daadwerkelijk ondermaats presteren op de beurs (Agrawal & Jaffe, 2003). Ook inefficiënt kapitaalgebruik en matig gestructureerd toezicht lijken niet per definitie tot een grotere overnamekans te leiden. Voor de vastgoedsector heeft deze hypothetische relatie nog meer waarde, omdat vijandige overnames nauwelijks voorkomen. Het eerste deel van ons onderzoek richt zich dan ook op het vaststellen van de relatie tussen bedrijfsspecifieke karakteristieken – waaronder (beurs)prestaties – en de kans om in een overname prooi of juist bieder te zijn.

De steekproef in deze studie bestaat uit 145 overnames van beursgenoteerde vastgoedfondsen gedurende de meest recente wereldwijde overnamegolf in de vastgoedsector (1999-2004). Het ging hier slechts in twee gevallen om vijandige overnames. In beide gevallen was de bieder het Australische vastgoedfonds Macquarie dat zich profileert door een agressieve internationale investeringsstrategie. De overnames vonden plaats op alle continenten, maar om versnippering

PIET EICHHOLTZ EN
NILS KOK

Respectievelijk hoogleraar
Vastgoedfinanciering en
assistent in opleiding aan
de Faculteit der Economi-
sche Wetenschappen en
Bedrijfskunde van de
Universiteit Maastricht.

**In de
vastgoedsector
lijken vijandige
overnames echter
niet of nauwelijks
voor te komen**

tabel 1

Beursrendement targets voor overname^{a b}

Maanden voor aankondiging		Doelen		Controle groep		Vershil
t ₁	t ₂	CAR ^c	t-stat	CAR ^c	t-stat	t-stat
-3	-12	-3.24%	(-1.35)	3.05%	(1.67)*	(2.08)**
-3	-24	-0.46%	(-0.12)	6.54%	(2.01)*	(1.41)
-3	-36	6.62%	(1.31)	13.49%	(3.31)**	(1.06)
-3	-48	7.38%	(1.52)	16.86%	(3.18)**	(1.32)
-3	-60	11.49%	(1.98)*	22.22%	(3.43)**	(1.23)

a De tabel geeft de cumulatieve abnormale rendementen van doelen en de controle groep in verschillende periodes voor een overname weer, waarbij de rendementen gecorrigeerd zijn voor marktbevingen. De laatste kolom rapporteert het resultaat van de test of het verschil tussen de twee groepen significant verschillend is.

b * indicatie voor significantie op 10%-niveau of minder.

** indicatie voor significantie op 5%-niveau of minder.

c Cumulatief Abnormaal Rendement

Bron: Eichholtz en Kok (2006)

van de dataset te voorkomen, beperken wij ons in deze studie tot 95 overnames die plaatsvonden in de grootste en meest actieve vastgoedmarkten, namelijk de Verenigde Staten, Canada, Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Australië en Zweden. De selectie van deze landen is gebaseerd op het aantal overnames en op de liquiditeit en ontwikkeling van de markten. Van deze 95 overnames is het overgrote deel binnenlands van aard: slechts tien overnames waren grensoverschrijdend en daarvan waren er acht door Nederlandse fondsen geïnitieerd. Dit illustreert het internationale perspectief van de Nederlandse institutionele vastgoedsector. Als laatste is het noemenswaardig dat ook in de landen zonder fiscaal transparante structuur – het Verenigd Koninkrijk en Zweden – overnames op grote schaal plaatsvinden. (Eichholtz & Kok, 2006).

Als eerste test voor onze hypothese dat ondermaats presterende bedrijven het doel zouden moeten zijn van een overname, vergelijken wij in een *event study* de beursprestaties van overgenomen vastgoedfondsen met de beursprestaties van een even grote controlegroep bestaande uit vastgoedfondsen die niet betrokken waren bij overnames, waarbij wij kijken naar het korte tot middellange rendement voorafgaand aan de overname. We corrigeren de prestaties van de individuele vastgoedfondsen voor algemene marktinvloeden door gebruik te maken van de lokale vastgoedaandelenindex. Tabel 1 laat de resultaten zien. Op korte termijn (één jaar voor aankondiging van het overnamebod), presteren vastgoedfondsen die prooi zijn van een overname slechter dan de markt en significant slechter dan de controlegroep, hetgeen blijkt uit de t-statistieken in de eerste rij van de laatste kolom. Dit betekent dat, ondanks dat er in de vastgoedsector geen pressie uitgaat van vijandige overnames, ondermaats presterende vastgoedfondsen wel degelijk kunnen rekenen op de disciplinerende werking van de markt. Op de middellange termijn verdwijnt de statistische significantie, maar in geen enkele onderzochte periode presteren overgenomen bedrijven beter dan de controlegroep.

Ter verdieping van de eerste resultaten voeren wij een tweede analyse uit, waarbij karakteristieken van bidder en doel vergeleken worden met een controlegroep, door middel van een multinominale logistische regressie. De coëfficiënten van deze regressie kunnen niet op basis van economische significantie geïnterpreteerd worden; het teken van de coëfficiënt en de bijbehorende significantie zijn van belang. Zo geldt bijvoorbeeld voor doelen: een positieve (negatieve) coëfficiënt betekent dat betreffende variabele een positieve (negatieve) invloed heeft op de kans om overgenomen te worden.

In kolom 1 van tabel 2 staan de resultaten voor bedrijven die zijn overgenomen. Overeenkomstig de resultaten in tabel 1 hebben beursprestaties en rendement op activa een negatief effect op de kans om overgenomen te worden. Met andere woorden: relatief slecht presterende vastgoedfondsen hebben een grotere kans overgenomen te worden dan hun goed presterende concurrenten. Dit resultaat suggereert dat – ondanks het ontbreken van vijandige overnames – vriendelijke overnames een efficiënte vorm van toezicht vormen in de vastgoedsector. Verder laten de resultaten in kolom 2 van tabel 2 zien dat vastgoedfondsen waar managers een relatief groot percentage van de aandelen in handen hebben en tegelijkertijd grote aandeelhouders een relatief klein deel van de aandelen bezitten, minder kans hebben om overgenomen te worden.

Beide bevindingen zijn te verklaren vanuit de corporate governance theorie: managers die veel aandelen in hun eigen bedrijf bezitten zullen enerzijds proberen goed te presteren (wat een overname kan afwenden) en anderzijds zullen zij zich eerder verzetten tegen een overname (Song & Walkling, 1993). Grote aandeelhouders zijn vaak voorstander van een overname vanwege de premies die bij overnames betaald worden.

Ten slotte vinden wij dat vastgoedfondsen die op de beurs tegen een *discount* ten opzichte van de netto boekwaarde verhandeld worden, een grotere kans hebben om overgenomen te worden. Dit is voor vastgoedfondsen eenvoudig te verklaren: vastgoedfondsen die tegen een discount verhandeld worden representeren vastgoedportefeuilles die onder de marktwaarde gekocht kunnen worden. Kolom 2 van tabel 2 laat de specifieke karakteristieken van bidders in overnames zien. De marktwaarde van een vastgoedfonds heeft een positief effect op de kans bidder te zijn in een overname, waarschijnlijk omdat grote vastgoedfondsen de financiële capaciteit hebben om een overname te financieren en een overgenomen bedrijf eenvoudiger in hun bestaande bedrijfsstructuur kunnen integreren. Verder is de kapitaalstructuur van een vastgoedfonds een bepalende factor voor bidders: bedrijven met een lage schuld hebben meer ruimte om een overname te financieren dan bedrijven die al veel vreemd vermogen op hun balans hebben. Wat betreft de structuur van toezichtmechanismen vinden wij dat bedrijven waar de raad van bestuur relatief veel onafhankelijke commissarissen bevat, een grotere kans hebben om als bidder actief te zijn in een overname. Dit is in strijd met verwachtingen, daar overnames vaak door aandeelhouders als waardevernietigend voor de bidders worden gezien. Echter, de analyse in het laatste deel van ons onderzoek geeft aan dat overnames in

de vastgoedsector voor de bieders niet per definitie een negatief effect hebben op de waarde van hun aandelen. Tenslotte blijken vastgoedfondsen die een investeringsfocus hebben op kantoren- of winkelvastgoed vaak bieders in een overname.

Overnames: waardevernietiging of waardecreatie?

In het licht van de voorgaande analyse lijkt de overnamemarkt voor beursgenoteerde vastgoedfondsen reinigend te werken: onze belangrijkste conclusie is dat ondermaats presterende vastgoedfondsen een grotere kans hebben om te worden overgenomen dan goed presterende vastgoedfondsen. Dit duidt op een effectief werkende markt voor toezicht, maar voor aandeelhouders is het minstens zo belangrijk om te weten of overnames waarde creëren en zo ja, voor wie? De financiële literatuur betreffende waardecreatie in overnames is helder: de beurskoers van bedrijven waarop een bod wordt uitgebracht stijgt in de dagen rondom een overname gemiddeld met twintig à dertig procent, afhankelijk van de identiteit van de bidder en de betalingswijze. De beurskoers van bedrijven die een bod uitbrengen keldert echter gemiddeld genomen met enkele procenten. De literatuur betreffende dit onderwerp is uitgebreid (Servaes, 1991; Chang, 1998; Moeller et al., 2004). Voor overnames in de vastgoedsector zijn de resultaten minder eenduidig. Als laatste onderdeel van deze studie bestuderen wij daarom de

Deze studie toont aan dat vastgoedfondsen die relatief slecht presteren een grotere kans hebben om overgenomen te worden dan goed presterende fondsen

waardecreatie van overnames in de beursgenoteerde vastgoedsector voor zowel bieders als hun 'prooien', gemeten naar abnormale beursprestaties rondom de aankondiging van een overname. Wij passen de comparatieve periodemethode toe, die is afgeleid van Brown en Warner (Brown & Warner, 1980). Deze methode heeft in een steekproef met meerdere landen het voordeel dat landeneffecten geen rol spelen en dat de keuze van een marktindex de resultaten niet beïnvloedt.

Tabel 3 presenteert de abnormale rendementen voor overgenomen fondsen in een overname, cumulatief over de periodes $t=[-1,0,1]$ en $t=[0,1]$,

waar $t=0$ de dag van aankondiging van overname is. Gemiddeld stijgt de beurskoers van een overgenomen bedrijf met 8,7 procent, waarbij contant gefinancierde overnames tot hogere abnormale rendementen leiden dan overnames die met aandelen

tabel 2

Resultaten karakteristieke doelen en bieders^{a,b}

	Doelen		Bieders	
Constante	1.81	(1.10)	-6.36	(-3.02)**
Financiële karakteristieken				
Marktwaaarde (log)	-0.03	(-0.19)	0.65	(3.01)**
Beursrendement	-3.12	(-2.77)**	1.58	(0.97)
Rendement op bezittingen	-0.16	(-2.12)**	0.07	(0.92)
Liquide middelen	-0.09	(-1.59)	-0.04	(-0.72)
Leverage	-0.04	(-0.15)	-0.56	(-1.70)*
Beta	-2.98	(-2.77)**	-2.63	(-2.02)**
Governance karakteristieken				
% Niet-executives	-0.94	(-0.85)	3.93	(2.66)**
Aandelen in handen directie	-1.40	(-2.55)**	0.12	(0.18)
In-House management	-1.97	(-1.57)	0.01	(0.04)
Blokaandeelhouders	2.82	(2.45)**	-0.61	(-0.51)
Handelsvolume	0.09	(0.69)	-0.01	(-0.04)
Portfeuille karakteristieken				
Diversificatie	0.07	(0.12)	0.92	(1.37)
Kantoorvastgoed	-0.01	(-0.02)	1.57	(2.00)**
Winkelvastgoed	-0.63	(-1.08)	2.19	(3.48)**
Ontwikkeling	3.50	(6.98)**	0.03	(0.04)
Markt/boek waarde	-0.63	(-2.21)**	-0.24	(-0.70)
Model chi-square	208.11			
Pseudo R-square	0.40			
N	248			

a De tabel geeft de resultaten van de multinomiale logistische regressie weer, waarbij de controle steekproef de basis vormt. Selectie van variabelen is gebaseerd op bestaand academisch onderzoek en opgedeeld in drie groepen: financiële, governance en portefeuille karakteristieken. De pseudo R-square is analoog aan de R^2 in een normale lineaire regressie.

b * indicatie voor significantie op 10%-niveau of minder.

** indicatie voor significantie op 5%-niveau of minder.

tabel 3

Waardecreatie rondom overnames^{a b}

Doelen	Cumulatief Abnormaal Rendement t [-1, 0, 1]		Cumulatief Abnormaal Rendement t [0, +1]	
	Alle overnames	8.66%	(3.23)**	8.21%
Cash overname	10.86%	(3.27)**	10.46%	(7.21)**
Aandelen overname	4.35%	(1.92)*	3.79%	(3.14)**
Publieke bieder	6.95%	(3.00)**	6.72%	(6.38)**
Private bieder	10.10%	(3.04)**	10.24%	(6.02)**

a Panel A van de tabel geeft het gemiddelde twee- en driedaagse cumulatieve abnormale rendement van targets na een overnamebod weer, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen a) overnames gefinancierd met cash en overnames gefinancierd met aandelen en b) overnames door een beursgenoteerde bieder en overnames door een niet-beursgenoteerde bieder. Panel B geeft de cumulatieve abnormale rendementen weer voor bieders.

b * indicatie voor significantie op 10%-niveau of beter.

** indicatie voor significantie op 5%-niveau of beter.

Bron: Eichholtz en Kok (2006)

worden gefinancierd. Dit laatste fenomeen is vaker geobserveerd en is te verklaren aan de hand van de zogenoemde 'signalling theory': bedrijven die overnames financieren door middel van eigen aandelen geven daarmee aan dat hun aandelen overgewaardeerd zijn.

Verder zijn de gedocumenteerde rendementen substantieel lager dan resultaten gevonden in de algemeen financiële literatuur. Dit is een indicatie dat bij de overnames in de vastgoedsector de betaalde premies relatief laag zijn, waarvoor wij drie oorzaken zien. Ten eerste bieden overnames in de vastgoedsector minder mogelijkheid tot het behalen van synergievoordelen, omdat een vastgoedfonds een relatief eenvoudige managementstructuur heeft. Dientengevolge zijn overheadkosten doorgaans laag en daarmee ook mogelijke besparingen op deze kosten na een overname. Ten tweede zijn de activiteiten van een vastgoedfonds relatief transparant en zijn de bezittingen eenvoudig te waarderen. Dit leidt ertoe dat bieders een potentiële overname beter op waarde kunnen schatten. Ten derde gaat het hier – zoals gezegd – vrijwel geheel om vriendelijke overnames en die worden doorgaans gekenmerkt door lagere premies dan vijandige overnames.

De juist beschreven oorzaken worden onderschreven door de abnormale rendementen die behaald worden door bieders in een overname. Wij vinden in deze analyse geen significante resultaten, wat impliceert dat overnames voor de bieders waardenutraal zijn. Dit resultaat staat haaks op de overwegend negatieve abnormale rendementen die in het algemeen voor bieders in overnames gevonden worden.

Conclusie

De overnamemarkt is een disciplinerend mechanisme voor managers en daarmee een belangrijk onderdeel van corporate governance. Voor de vastgoedsector, waar indirecte investeringen de trend zijn, is het van belang dat de verschillende toezichtmechanismen goed functioneren. De afwezigheid van vijandige overnames in de vastgoedsector leidt daarom tot de vraag in hoeverre de markt voor toezicht effectief is voor beursgenoteerde vastgoedfondsen.

Deze studie toont aan dat vastgoedfondsen die relatief slecht presteren een grotere kans hebben om overgenomen te worden dan goed presterende fondsen, hetgeen impliceert dat de overnamemarkt voor de beursgenoteerde vastgoedsector een reinigende werking heeft. Bovendien zijn de structuur van de portefeuille en de aanwezigheid van verscheidene governance mechanismen bepalend voor de kans bieder of juist doel te zijn in een overname. Verder zijn overnames in de vastgoedsector in bescheiden mate winstgevend voor aandeelhouders van doelen en is er geen significant effect voor de beurskoers van bieders. Wij verklaren dit aan de hand van geringe synergiemogelijkheden bij overnames van vastgoedfondsen en de relatief transparante bedrijfsstructuur.

LITERATUUR

- Agrawal, A. & J.F. Jaffe (2003) Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 721-746.
- Allen, P.R. & C.F. Sirmans (1987) An Analysis of Gains to Acquiring Firm's Shareholders: The Special Case of REITs. *Journal of Financial Economics*, 18, 175-184.
- Brown, S.J. & J.B. Warner (1980) 'Measuring Security Price Performance,' *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.
- Campbell, R., C. Ghosh & C.F. Sirmans (2001) The Information Content of Method of Payment in Mergers: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs). *Real Estate Economics*, 29, 360-387.
- Chang, S. (1998) Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns. *Journal of Finance*, 53, 773-784.
- Eichholtz, P.M.A. & N. Kok (2006) How Does The Market for Corporate Control Function for Property Companies? *Journal of Real Estate Finance and Economics*, te verschijnen.
- Jensen, M.C. (1988) Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-48.
- Jensen, M.C. & W. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 305-60.
- Moeller, S.B., F.P. Schlingemann & R.M. Stulz (2004) Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228.
- Schwert, G.W. (2000) Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? *Journal of Finance*, 55, 2599-2640.
- Servaes, H. (1991) Tobin's Q and Gains from Takeovers. *Journal of Finance*, 46, 409-419.
- Song, M.H. & R.A. Walkling (1993) The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 28, 439-457.