

Waarde-effect verruiming eigendomsrestricties commerciële radio



Ministerie van Economische Zaken

Boer & Croon Corporate Finance B.V.

Piet Heinkade 95A
1019 GM Amsterdam
Telefoon: +31 (0)20 301 43 14
www.boercrooncf.nl

Authors:

Neil Lomax
Hans Buysse
Daan Haeck

Inhoudsopgave

| | |
|--|-----------|
| 1. Samenvatting | 3 |
| 2. Inleiding | 8 |
| 3. De situatie tot 1 januari 2016 | 10 |
| 3.1 Juridisch kader | 10 |
| 3.1.1 Verdeling en verlenging van radiovergunningen in Nederland | 11 |
| 3.1.2 Eigendomsrestricties | 12 |
| 3.1.3 Beperking samenwerkingsvormen | 12 |
| 3.1.4 Mededingingsrechtelijke beperkingen | 13 |
| 3.1.5 Prijsbepaling bij een verlenging | 14 |
| 3.2 Het SEO-model ten behoeve van de prijsbepaling voor verlengingen | 14 |
| 3.3 De huidige vergunninghouders | 15 |
| 3.4 Bestaande samenwerkingsvormen | 17 |
| 4. De situatie per 1 januari 2016 | 19 |
| 4.1 Eigendomsrestricties per 1 januari 2016 | 19 |
| 4.2 Implicaties van verruiming van de eigendomsrestricties | 19 |
| 5. Waarderingsvraagstuk voortkomend uit de verruiming van de eigendomsrestricties | 21 |
| 6. Theorie achter waarde-effecten | 22 |
| 6.1 Waarde-effecten | 22 |
| 6.2 Algemene synergie literatuur | 23 |
| 6.2.1 Marktmacht synergieën | 26 |
| 6.2.2 Operationele synergieën | 27 |
| 6.2.3 Financiële synergieën | 28 |
| 6.2.4 Overzicht verschillende synergievormen | 29 |
| 6.3 Sectorspecifieke synergie literatuur | 29 |
| 6.3.1 Marktmacht synergieën in de radiosector | 29 |
| 6.3.2 Operationele synergieën in de radiosector | 30 |
| 6.3.3 Financiële synergieën in de radiosector | 31 |
| 6.3.4 Samenvatting synergieën in de radiosector | 31 |
| 7. Waarde-effecten van synergievoordelen in de academische literatuur | 32 |
| 7.1 Verschillende literatuurstromen | 32 |
| 7.2 Overzicht van Abnormal return studies | 34 |
| 7.3 Overzicht van accounting studies | 38 |
| 7.4 Overzicht van enquêtes | 38 |
| 7.5 Determinanten van de hoogte van het waarde-effect | 39 |
| 8. Waarde-effecten in de radiospecifieke academische literatuur | 41 |
| 9. Reeds in het SEO-model verwerkte synergieën | 44 |
| 10. Kwantificering van het waarde-effect | 45 |
| 11. Toepassing waarde-effect op het SEO-Model | 48 |
| 11.1 Aandachtspunten bij toepassing waarde-effect op het SEO-model | 48 |
| 11.2 Methode van toepassing waarde-effect op SEO-model | 50 |
| Referenties | 55 |
| Bijlage I - reactie BCCF consultatie | 61 |
| Bijlage II | 63 |
| Bijlage III | 64 |
| Bijlage IV | 67 |
| Bijlage V | 69 |

1. Samenvatting

Met het aannemen van de moties Gesthuizen cs. en Rutte/Mohandis heeft de Tweede Kamer de minister van Economische Zaken gevraagd over te gaan tot een verlenging van de vergunningen voor commerciële radio op de FM-band voor de periode 2017 - 2022. De motie Gesthuizen verzoekt de regering onder andere om in overleg met de marktpartijen te komen tot een besluit waarbij de eigendomsbeperking van landelijke kavels wordt gewijzigd van maximaal één ongeclausuleerd kavel én één geclausuleerd kavel naar maximaal vier kavels. Op 1 december 2015 heeft de minister van Economische zaken in een brief aan de Kamer laten weten dat hij het verzoek met betrekking tot het verruimen van de eigendomsrestricties conform de wens van de kamer zal gaan uitvoeren.

De verruiming van de eigendomsrestricties voor landelijke partijen betekent dat waar een eigenaar eerst maximaal één geclausuleerde en één ongeclausuleerde landelijke vergunning kon bezitten, deze vanaf 1 januari 2016 vier vergunningen mag bezitten. Dit heeft mogelijk direct een effect op de verhoudingen in het Nederlandse radiolandschap. Op 15 januari 2016 kondigen Talpa en TMG aan dat zij voornemens zijn om een strategische samenwerking op het gebied van radio aan te gaan.

Voor de hernieuwde verlenging moeten huidige vergunninghouders wederom een vergoeding betalen. De prijs die voor de verlenging voor de periode 2017 – 2022 in rekening wordt gebracht, zal gebaseerd zijn op het model dat in 2011 door SEO Economisch Onderzoek voor de waardebeoordeling van de toenmalige verlenging is opgesteld. De cijfers die SEO gebruikt om tot de voorspelmodellen voor de nieuwe verlenging te komen, zijn de historische cijfers van radiostations gedurende de periode 2003 – 2015. De voorspelmodellen reflecteren daarom de marktsituatie waarin de eigendomsbeperkingen golden van voor de moties Gesthuizen cs. en Rutte/Mohandis. Dit betekent dat binnen het huidige model geen effecten van een eventuele waardeverandering als gevolg van het verruimen van de eigendomsbeperkingen berekend kunnen worden.

Tegen deze achtergrond heeft Boer & Croon Corporate Finance, in opdracht van het Ministerie van Economische zaken, onderzocht op *welke wijze* en in *welke mate* de verruiming van eigendomsbeperkingen invloed heeft op de waarde van de landelijke vergunningen voor commerciële radio.

Het wordt voor een marktparij of toetreder onder de nieuwe eigendoms-restricties mogelijk om te profiteren van efficiëntievoordelen die voortkomen uit het combineren van meer dan twee landelijke vergunningen. Als er efficiëntie voordelen bestaan voor het verkrijgen van een additionele vergunning zullen deze in een efficiënte markt door marktpartijen worden "opgezocht". Dit geldt ook voor een vergunninghouder. In een efficiënte markt zal een vergunninghouder en/of toetreder optimaal gebruik willen maken van efficiëntievoordelen en daarom het optimale aantal vergunningen proberen te verkrijgen.

Deze efficiëntievoordelen leiden uiteindelijk tot financiële voordelen. Hierdoor hebben de efficiëntievoordelen voor de betrokken partijen een (kwantificeerbaar) waarde-effect. Voorliggend onderzoek richt zich op het totale waarde-effect van de verruiming van de eigendomsrestricties. Dit betekent dat alle mogelijke efficiëntievoordelen die voortkomen uit de verruiming dienen te worden meegenomen in deze berekening.

In de literatuur wordt het vermogen van twee ondernemingen om *gecombineerd* betere financiële resultaten te genereren dan separaat beschreven als synergie. Het waarde-effect van de verruimen de eigendomsbeperkingen is derhalve gelijk aan het waarde-effect voortkomend uit synergievoordelen.

De gecombineerde onderneming weet bijvoorbeeld (i) een hogere gemiddelde prijs voor de producten te realiseren, (ii) gezamenlijk meer stuks te verkopen, (iii) hoeft voor hetzelfde aantal stuks minder variabele of vaste kosten te maken, (iv) hoeft bij gelijkblijvende aantallen minder te investeren in vaste activa of werkkapitaal, (v) heeft lagere kapitaalkosten of (vi) heeft gecombineerd een lagere belastingdruk.

In de recente academische literatuur wordt onderstaande synergie-indeling veel gebruikt:

- Marktmacht synergieën
- Operationele synergieën
- Financiële synergieën

Synergieën komen per onderneming, industrie of de gevormde combinatie anders tot uiting. Ook in de radiosector werken synergieën op een specifieke manier. Uit het (radiospecifieke) literatuuronderzoek van BCCF blijkt dat alle vormen van synergie ook van toepassing zijn op de radiosector.

Ook bestaat er academische literatuur die het effect van synergievoordelen kwantificeren. Er zijn drie verschillende stromen van literatuur te onderscheiden:

- Abnormal return studies
- Studies gebaseerd op accounting informatie
- Enquêtes

De laatste twee, de accounting studies en de enquêtes zijn om onderstaande redenen ongeschikt voor het bepalen van het totale waarde-effect uit synergievoordelen:

- Slechts beperkte beschikbaarheid
- Beperkte bruikbaarheid door:
 - o Beperkte onderlinge vergelijkbaarheid
 - o Bestuderen enkel indirecte indicatoren van een waarde-effect
 - o Maken geen gebruik van een benodigde benchmark
 - o Bestuderen het effect enkel vanuit koper of verkoper

De abnormal return studies berekenen het totale waarde-effect van synergievoordelen door de beurskoersen van de twee in een overname betrokken ondernemingen te bestuderen ten tijde van de aankondiging van de overname. Abnormal return studies zijn in de loop der jaren de academische standaard geworden voor het berekenen van waarde-effecten van bepaalde gebeurtenissen zoals fusies en overnames. Er zijn derhalve een groot aantal van deze artikelen beschikbaar. Het waarde-effect wat berekend wordt uit fusies en overnames wordt algemeen beschouwd als het netto waarde-effect van synergieën en is daarmee goed toepasbaar op dit onderzoek.

Nagenoeg alle abnormal return artikelen tonen een positief waarde-effect van synergievoordelen. Van alle artikelen met een procentuele aanduiding van het effect bevindt deze waardevermeerdering zich tussen de **1,0%-12,4%**. Het gemiddelde van alle resultaten bedraagt **4,0%**.

Met andere woorden, de totale aandeelhouderswaarde van de gecombineerde onderneming neemt door synergievoordelen gemiddeld met **4,0%** toe. De literatuur laat daarmee een eenduidig beeld zien inzake het al dan niet bestaan van een waarde-effect. Echter is de bandbreedte van het positieve effect meer dan **10%** punten. Alle niet significante waarnemingen zijn ondanks dat ze een positief effect tonen in de berekening meegenomen als 0%. Er is door BCCF voor gekozen om niet significante waarnemingen als 0% mee te nemen, omdat die waarnemingen niet bewijzen dat er een waarde-effect bestaat. Opgemerkt dient te worden dat gegeven het zeer éénduidige beeld van positieve waarde-effecten (geen enkel negatief percentage) dit in de ogen van BCCF een voorzichtige benadering is van het procentuele waarde-effect.

In de radiospecifieke literatuur zijn er beperkte empirische onderzoeken naar de waarde-effecten van de verruiming van eigendomsbeperkingen beschikbaar. De onderzoeken die er zijn, laten eenduidig zien dat verruiming van eigendomsbeperkingen in de radiosector een positief effect heeft op de waarde.

Het is vanzelfsprekend dat niet alle overnames evenveel waarde toevoegen. De in dit onderzoek aangehaalde studies gebruiken een grote set aan fusies en overnames en maken hierbij geen onderscheid tussen het 'type' overname of type fusie. Het is aan de hand van dezelfde abnormal return studies derhalve *niet* te bepalen waar voorliggende casus zich in deze bandbreedte zal bevinden. Om te onderzoeken waar voorliggende casus zich ongeveer in deze bandbreedte bevindt, heeft BCCF verschillende zaken uitgewerkt.

Er is academische literatuur beschikbaar die onderscheid maakt in verschillende types van transacties bij de berekening van het waarde-effect. Echter, uit de artikelen komt *geen* éénduidig beeld naar voren over welk type transacties leidt tot hogere waarde-effecten. In de ogen van BCCF zijn de bevindingen over het waarde-effect per type transactie geen aanwijzing om het waarde-effect van de eigendomsverruiming als gemiddeld groot of klein te beschouwen.

BCCF acht aan de hand van de bestudeerde literatuur wel van belang dat een koper van meerdere vergunningen eenvoudiger synergievoordelen kan bewerkstelligen dan wanneer er een bestaande onderneming voor moet worden overgenomen. De koper van een vergunning heeft minder praktische obstakels om synergievoordelen te bewerkstelligen. Hoe lager de kosten/moeilijkheden bij de implementatie van de fusie des te hoger het totale waarde-effect van de synergievoordelen. In de bestudeerde abnormal return studies kan dit onderscheid niet gemaakt worden omdat de data berust op daadwerkelijke overnames van ondernemingen. BCCF acht de overname van vergunningen zonder de overname van de onderneming in bepaalde praktijksituaties een mogelijkheid en BCCF vindt dit derhalve een reden om aan te nemen dat het waarde-effect in voorliggende casus groter kan zijn dan gemiddeld.

Daartegenover staat dat synergieën ook kunnen worden gerealiseerd middels samenwerkingsverbanden en dus zonder uitbreiding van het eigendom. Deze samenwerkingsverbanden betreffen dus niet alleen fusies en overnames maar alle samenwerkingsvormen die leiden tot financiële voordelen (b.v. joint ventures, gedeeld verkoopkantoor, etc.).

Wanneer er historisch samenwerkingsverbanden hebben bestaan, zit een deel van het waarde-effect van synergievoordelen reeds in de waardebepaling van het SEO-model verwerkt.

Via het gezamenlijke verkoopkantoor "One Media Sales" worden op het gebied van gecombineerde verkoop van reclamezendtijd momenteel waarschijnlijk al omzetsynergieën behaald. BCCF vindt het bestaan van deze samenwerking een indicatie dat het waarde-effect mogelijk deels al gerealiseerd wordt en dat derhalve het waarde-effect in voorliggende casus kleiner zal zijn dan gemiddeld wordt waargenomen in abnormal return studies.

Wanneer gekeken wordt naar alle mogelijke indicaties, waaruit blijkt of het waarde-effect van voorliggende casus groter of kleiner is dan gemiddeld, concludeert BCCF dat er zowel positieve, negatieve als neutrale argumenten te benoemen zijn met betrekking tot waar het waarde-effect van voorliggende casus zich in de waargenomen bandbreedte van **1,0%-12,4%** zal bevinden:

| Groter dan gemiddeld (+/+) | Kleiner dan gemiddeld (-/-) | Neutraal (+/-) |
|--|---|---|
| Een koper van meerdere vergunningen kan eenvoudiger synergievoordelen bewerkstelligen dan wanneer hiervoor een bestaande onderneming moet worden overgenomen. De koper heeft minder praktische obstakels om synergievoordelen te bewerkstelligen. (Enkel van toepassing op situaties waarbij overname van een vergunning zonder overname van de onderneming mogelijk is) | Een deel van de synergie die te behalen is uit het exploiteren van meer dan één geclausuleerde en één ongeclausuleerde kavel wordt al behaald door de OMS samenwerking. Deze OMS samenwerking is in 2013 tot stand gekomen waarbij de dataset van SEO 2004-2015 bestrijkt. Dit effect is derhalve al voor een deel verwerkt in het SEO Model. | De academische literatuur waarin getoetst wordt welk type transacties een groter/kleiner waarde-effect hebben, geeft geen sterke aanwijzingen in beide richtingen. Uit de beschikbare artikelen komt geen éénvoudig beeld naar voren welk type transacties leidt tot hogere/lagere waarde-effecten. |
| Bij de berekening van het gemiddelde van 4,0% zijn alle niet significante waarnemingen voor 0% meegenomen. Opgemerkt dient te worden dat gegeven het zeer éénvoudige beeld van positieve waarde-effecten (geen enkel negatief percentage) dit in de ogen van BCCF een voorzichtige benadering is van het procentuele waarde-effect. | | In de academische literatuur waar specifiek over het waarde-effect van synergievoordelen in de radiosector gesproken wordt, wordt geconcludeerd dat er ook in de radiosector een positief waarde-effect aangetroffen wordt. |
| | | Uit literatuuronderzoek blijkt dat alle vormen van synergievoordelen ook in de radiosector voorkomen. |

BCCF concludeert aan de hand van bovenstaande argumentatie dat er geen éénvoudig beeld bestaat over waar het waarde-effect voor voorliggende casus zich in de waargenomen bandbreedte zal bevinden. BCCF acht daarom dat het gemiddelde van alle abnormal return studies de beste benadering is van het waarde-effect voortkomend uit de verruiming van de eigendomsrestricties. Dit gemiddelde bedraagt **4,0%**.

Voor het toepassen van dit percentage op het SEO-model zijn er enkele aandachtspunten. In het SEO model wordt in de bepaling van de kapitaalkosten er van uitgegaan dat de onderneming die de vergunning gaat exploiteren gefinancierd wordt met 57,6% schuld en 42,4% eigen vermogen. Om de waarde van de business cases/kavels te berekenen inclusief het waarde-effect van de synergievoordelen moet de waarde per kavel zoals die uit het SEO-model komt met **42,4% x 4,0% = 1,7%** verhoogd worden. Met andere woorden; 42,4% van de door SEO berekende businesscase waarde bedraagt de aandeelhouderswaarde. Deze aandeelhouderswaarde neemt met 4% toe. De totale waarde van de businesscase (ondernemingswaarde) neemt hierdoor met in totaal 1,7% toe. Een

kavel die in het SEO-model een totale waarde heeft van **€100,-** heeft inclusief het waarde-effect van de verruiming van de eigendomsrestricties een waarde van **€101,70**.

Een procentuele opslag is niet toepasbaar bij een kavel met waarde van nihil. Dit is niet correct omdat het in de praktijk mogelijk is dat een negatieve waarde met het waarde-effect van de synergievoordelen positief wordt. BCCF adviseert daarom de in het laatste hoofdstuk door BCCF uitgewerkte methodiek te hanteren. Op deze manier worden alle kavels op een gelijke manier behandeld.

2. Inleiding

Met het aannemen van de moties Gesthuizen cs. en Rutte/Mohandis¹ heeft de Tweede Kamer de minister van Economische Zaken gevraagd over te gaan tot een verlenging van de vergunningen voor commerciële radio op de FM-band. Voor deze verlenging moeten huidige vergunningshouders een vergoeding betalen. De prijs die voor de verlenging voor de periode 2017 – 2022 in rekening wordt gebracht, zal gebaseerd zijn op het model dat in 2011 door SEO Economisch Onderzoek ("het SEO-model") voor de waardebepaling van de toenmalige verlenging is opgesteld. Deze door SEO ontwikkelde methodiek is tot en met het College van Beroep voor het bedrijfsleven ("CBb") aangevochten door huidige vergunninghouders. Op 8 oktober 2015 heeft het CBb de methodiek van SEO voor het berekenen van de waarde van de vergunningen in stand gelaten.

De motie Gesthuizen verzoekt de regering onder andere, in overleg met de marktpartijen te komen tot een besluit waarbij clausulering voor landelijke kavels wordt afgeschaft, met uitzondering van nieuws en Nederlandstalige muziek. Daarnaast is verzocht de eigendomsbeperking van landelijke kavels te wijzigen van maximaal één ongeclausuleerd kavel én één geclausuleerd kavel naar maximaal vier kavels. Op 1 december 2015 heeft de minister van Economische Zaken in een brief aan de Kamer laten weten dat hij het verzoek met betrekking tot het verruimen van de eigendomsrestricties conform de wens van de Kamer zal gaan uitvoeren. Al eerder had hij de Kamer laten weten dat bij een verlenging de clausuleringen in stand blijven. Dientengevolge is het met ingang van 2016 toegestaan dat eenzelfde instelling vier landelijke kavels betreft, waarbij deze kavels geclausuleerd, ongeclausuleerd of een mix van beide mogen zijn.

In de methodiek van SEO wordt de waarde van de vergunningen bepaald door de kosten, inkomsten en investeringen van een gemiddeld efficiënte toetreder op een vergunning gedurende de verlengingsperiode te voorspellen en deze contant te maken naar de startdatum van de vergunning. Dit resulteert in een prijs die een huidige vergunninghouder in een efficiënte markt kan krijgen wanneer hij de vergunning verkoopt. Bij het voorspellen van de kosten en inkomsten wordt in het model uitgegaan van een marktsituatie waarin de eigendomsbeperkingen gelden zoals vastgelegd in artikel 6.24 Mediawet en de Regeling Aanwijzing en Gebruik Frequentieruimte (AGF). Deze elementen worden als input in het SEO-model gebruikt.

De cijfers die SEO gebruikt om tot de voorspelmodellen voor de nieuwe verlenging te komen, zijn de historische cijfers van stations gedurende de periode 2003 – 2015. De voorspelmodellen reflecteren daarom de marktsituatie waarin de eigendomsbeperkingen golden van voor de moties Gesthuizen cs. en Rutte/Mohandis. Dit betekent dat het binnen het huidige model niet mogelijk is om een eventuele waardeverandering als gevolg van het verruimen van de eigendomsbeperkingen te berekenen.

Om een mogelijk waarde-effect van de verruiming van de eigendomsbeperkingen te bepalen is een aanvulling op het model van SEO ten behoeve van de nieuwe verlengingsperiode nodig.

¹ Gesthuizen, Oosenbrug, De Liefde, Mulder, Verhoeven (2015). Motie van het lid Gesthuizen. Tweede Kamer der Staten Generaal, 24 095, nr. 385, 2 juli 2015; Rutte, Mohandis (2015). Motie van de leden Rutten en Mohandis. Tweede Kamer der Staten Generaal, 34 264, nr. 27, 8 oktober 2015.

In het SEO-model zijn alle waarde-effecten die op grond van het huidige kader al mogelijk zijn, en ook daadwerkelijk in de praktijk worden gerealiseerd, reeds meegenomen. Het betreft hier onder meer de situatie dat één media-instelling een geclausuleerde en een ongeclausuleerde landelijke kavel bezit. In de dataset zijn cijfers van stations opgenomen die twee zenders hebben. Ook is op grond van het huidige kader samenwerking bij de verkoop van reclamezendtijd en andere vormen van samenwerking mogelijk, zolang aan de vereisten van de Mediawet 2008 wordt voldaan. Deze effecten zijn doordat ze in de data versleuteld zitten, reeds verdisconteerd in het SEO-model.

Tegen deze achtergrond heeft Boer & Croon Corporate Finance, in opdracht van het Ministerie van Economische zaken, onderzocht op *welke wijze* en in *welke mate* de verruiming van de landelijke eigendomsbeperkingen invloed heeft op de waarde van de landelijke vergunningen voor commerciële radio. Op welke wijze de verruiming mogelijk invloed heeft op de waarde is beschreven in de hoofdstukken 3 tot en met 6. In Hoofdstuk 3 wordt de situatie tot 1 januari 2016 omschreven en in Hoofdstuk 4 de situatie vanaf 1 januari 2016. Vervolgens wordt in Hoofdstuk 5 omschreven hoe de situatiewijziging leidt tot een vraagstuk betreffende de mogelijke waarde-effecten. In Hoofdstuk 6 wordt ingegaan op de mechanismen die volgens de wetenschappelijke literatuur ten grondslag liggen aan mogelijke waarde-effecten.

In welke mate de verruiming eventueel invloed heeft op de waarde wordt na hoofdstuk 6 behandeld. In hoofdstuk 7 is aan de hand van een literatuuronderzoek geanalyseerd op welke manier een eventueel effect van de verruiming op de waarde van de vergunningen te berekenen zijn. Verder is in hoofdstuk 7 op basis van de academische literatuur gekeken naar de waarde-effecten van een verruiming. Hoofdstuk 8 beschrijft het waarde-effect van een verruiming in de radiospecifieke literatuur.

In hoofdstuk 9 wordt beschreven welke van de mogelijke effecten reeds in het SEO-model verwerkt zitten, doordat in de oude situatie al onderling werd samengewerkt. Vervolgens wordt in hoofdstuk 10 door BCCF de grootte van het waarde-effect bepaald, dat nog niet in het SEO model verwerkt zit en dat derhalve als aanvulling op het model moet worden toegepast bij de prijsbepaling voor de nieuwe verlenging. In hoofdstuk 11 wordt de 'praktische' toepassing van het mogelijke waarde-effect op het SEO-model besproken, ook voor kavels met een waarde van nihil.

3. De situatie tot 1 januari 2016

In dit hoofdstuk wordt de situatie tot 2016 omschreven. De eerste paragraaf licht op hoofdlijnen de juridische bepalingen toe die hebben geleid tot de verdeling van de commerciële vergunningen voorafgaande aan 2016. Onderdeel van deze bepalingen was het besluit om in 2011 over te gaan tot een verlenging van de reeds verdeelde analoge vergunningen, in plaats van deze opnieuw te verdelen middels een veiling. Bij deze verlenging werden twee voorwaarden gesteld, zijnde (i) dat partijen zich commiteerden aan het investeren in de overstap naar digitale techniek en (ii) dat partijen een door de minister te bepalen vergoeding zouden betalen. Om te komen tot een bepaling voor de hoogte van deze vergoeding werd door SEO een waarderingsmethodiek ontwikkeld die, in overeenstemming met de Europese en Nederlandse wetgeving, als doel had het bevorderen van optimaal spectrum gebruik. In paragraaf 3.2 wordt ingegaan op deze waarderingsmethodiek. Paragrafen 3.3 en 3.4 omschrijven achtereenvolgens de verdeling van de vergunningen en de mate van samenwerking tussen commerciële radiostations vóór de eigendomsverruiming.

Een goed begrip van de situatie voor de eigendomsverruiming is van belang, omdat deze als nulmeting voor de bepaling van een eventueel waarde-effect van een eigendomsverruiming fungeert. Zo zal een goed begrip van de mogelijke samenwerkingen voor de eigendomsverruiming nodig zijn om te bepalen of eventuele waarde-effecten die hieruit voortkomen reeds in het SEO-model verwerkt zijn.

3.1 Juridisch kader

In 2003 zijn de vergunningen voor het gebruik van de FM-band voor landelijke en niet-commerciële radio-omroepen verdeeld. In totaal werden er negen landelijke en 26 niet-landelijke vergunningen verdeeld. Op vijf van de negen landelijke vergunningen is een zogenaamde clausulering van toepassing, in de vorm van een programmatisch voorschrift. Een voorbeeld van een dergelijk programmatisch voorschrift is de verplichting om Nederlandstalige muziek uit te zenden. De overige vier landelijke vergunningen zijn ongeclausuleerd en hebben, afgezien van een aantal standaard voorschriften, geen programmatisch voorschrift.

De vergunningen die in 2003 werden uitgegeven waren geldig voor een periode van acht jaar en drie maanden en liepen in september 2011 af. Deze vergunningen werden vergeven op basis van een vergelijkende toets in combinatie met een financieel bod. Bij het aflopen van deze vergunningen werd besloten om over te gaan tot een verlenging van de vergunningen, in plaats van deze opnieuw te verdelen via een veiling. Reden hiervoor was onder andere het stimuleren van investeringen in digitale etherradio, dat als eerste voorwaarde gold voor het in aanmerking komen van een verlenging. De tweede voorwaarde was dat de vergunninghouders een eenmalig bedrag moesten betalen dat zowel als vergoeding diende voor de verlenging van hun vergunning, als voor de toegang tot het spectrum voor digitale radio.

De regulatoire context van het verlengen van vergunningen voor frequentiegebruik is zowel op Europees niveau als nationaal niveau ingekaderd. De kader- en machtigingsrichtlijn van het Europees Parlement voorzien in een gemeenschappelijk regelgevingkader voor elektronische communicatienetwerken en –diensten². Op nationaal niveau is de verlenging van vergunningen geregeld in de Telecommunicatiewet en het Frequentiebesluit.

3.1.1 Verdeling en verlenging van radiovergunningen in Nederland

De procedurele regels voor het toebedelen van radiofrequenties binnen de grenzen van de EU zijn vastgelegd in machtigingsrichtlijn 2002/20/EG en kaderrichtlijn 2002/21/EG. In de machtigingsrichtlijn worden richtlijnen uitgezet voor onder andere het verlenen van frequenties, terwijl de kaderrichtlijnen gericht zijn op de inzet van radiofrequenties. Zo wordt in de machtigingsrichtlijn vastgesteld dat lidstaten vergunningen dienen te verlenen op basis van objectieve, transparante, niet-discriminerende evenredige selectiecriteria en daarbij terdege rekening moeten houden met de verwezenlijking van doelstellingen als vermeld in artikel 8 van de kaderrichtlijn. Deze specificiert op haar beurt weer dat lidstaten er onder ander op toe zien dat zij bijdragen aan het bevorderen van concurrentie, efficiëntie, culturele- en taalkundige diversiteit en pluralisme in de media.

In overeenstemming met de Europese richtlijnen is in de Telecommunicatiewet van 19 oktober 1998 bepaald dat de verlening van vergunningen door de minister geschiedt met toepassing van één van de volgende procedures:

- a) op volgorde van binnenkomst van de aanvragen,
- b) op volgorde van binnenkomst van de aanvragen dan wel door middel van een veiling, afhankelijk van het aantal aanvragen dat voor bepaalde frequentieruimte is ingediend,
- c) door middel van een vergelijkende toets zonder een financieel bod,
- d) door middel van een vergelijkende toets met inbegrip van een financieel bod,
- e) door middel van een vergelijkende toets, zo nodig gevolgd door een veiling,
- f) door middel van een veiling.

In aanvulling hierop is in het tweede lid van artikel 18 van het Frequentiebesluit vastgelegd dat vergunningen die zijn verleend met toepassing van één van de procedures b tot en met f niet worden verlengd, tenzij de minister besluit dat een vergunning geheel of gedeeltelijk verlengbaar is omdat hij van oordeel is dat:

- een verlenging het algemeen maatschappelijk, cultureel of economisch belang dient, of
- verlenging van belang is voor de bevordering van de overgang van analoge naar digitale techniek.

De motivatie voor de verlenging die plaatsvond in 2011 was éénduidig gericht op het bevorderen van de overgang van analoge naar digitale techniek. Bij het naderende aflopen van de vergunningen is dit wederom de reden om over te gaan tot het verlengen van de vergunningen.

² Zie Richtlijn 2002/20/EG en Richtlijn 2002/21/EG

Dit blijkt uit de motie van Gesthuizen cs., waarin vermeld wordt dat de Kamer “van mening is dat de noodzaak tot digitalisering van radiofrequenties nog steeds actueel is”.

3.1.2 Eigendomsrestricties

Naast de inhoudelijke voorschriften zijn er sinds 2003 ook beperkingen in eigendomsconcentratie van kracht op grond van artikel 6.24 van de Mediawet. De rationale achter deze restricties is onder andere het waarborgen van een zekere mate van pluraliteit in het aantal aanbieders. Formeel is opgenomen dat “voor de verspreiding van het radioprogramma-aanbod van eenzelfde instelling [...] niet meer frequentieruimte [...] dan één FM-frequentie of samenstel van FM-frequenties wordt gebruikt”. Daarnaast wordt gesteld dat hiervan kan worden afgeweken “als dat wenselijk is vanuit een oogpunt van doelmatig gebruik van frequentieruimte, waarbij een onderscheid kan worden gemaakt tussen verschillende categorieën frequentieruimte, bestaande uit FM-frequenties en samenstellen van FM-frequenties”.

Verdere invulling aan deze wet wordt gegeven middels de Regeling Aanwijzing en Gebruik Frequentieruimte Commerciële Radio-omroep 2003. In artikel 8 van deze regeling werd bepaald dat eenzelfde instelling niet meer dan één geclausuleerd en één ongeclausuleerd landelijk kavel mag bezitten. Op 1 januari van dit jaar is deze regeling conform de motie Rutte/Mohandis gewijzigd en is het mogelijk dat een landelijke partij vier landelijke kavels kan verwerven.

De verantwoordelijkheid voor het handhaven van de eigendomsrestricties en het toetsen van de gelieerdheid tussen commerciële radio-omroepen ligt bij het Commissariaat voor de Media.

3.1.3 Beperking samenwerkingsvormen

De eigenschappen van het gecombineerd bezitten van meerdere vergunningen kunnen ook worden gerealiseerd door een hoge mate van samenwerking tussen twee partijen. Hierbij kan onder andere gedacht worden aan nauwe samenwerking bij gezamenlijke verkoop van producten of advertentieruimte of inkoop van goederen. Samenwerkingen worden daarom ook getoetst binnen het kader genoemd in de vorige paragraaf, waarbij het van belang is of een instelling in belangrijke mate het beleid van een andere instelling kan bepalen, dan wel aanmerkelijke invloed op dat beleid kan uitoefenen.

Zo wordt bijvoorbeeld de samenwerking tussen RadioCorp B.V. en Talpa Radio Holding B.V. voor de verkoop van reclamezendtijd (nader toegelicht in paragraaf 3.4) door het Commissariaat voor de Media *niet* aangemerkt als zijnde in strijd met de Mediawet, daar het bestaan van een gezamenlijk verkoopkantoor er niet toe leidt dat één van beide organisaties aanmerkelijk zeggenschap krijgt over het beleid van de ander.

3.1.4 Mededingingsrechtelijke beperkingen

Naast de eigendomsbeperkingen die van kracht zijn op grond van artikel 6.24 van de Mediawet en de daarop gebaseerde regelgeving zijn eventuele beperkingen op basis van mededingingsrecht ook van toepassing.

Specifiek voor de verlening van commerciële radiovergunningen is de procedure omtrent mededingingsrecht vastgelegd in de Telecommunicatiewet. Voor de verdeling van commerciële radiofrequenties wordt in artikelen 3.16, 3.18, 3.19 en 3.20 van de Telecommunicatiewet bepaald dat de minister:

- a) een partij kan uitsluiten van deelname of verdere deelname aan één van de procedures (als bedoeld in artikel 3.10 van de Telecommunicatiewet, eerste lid, onder b tot en met f) voor verlening van vergunningen "indien dat met het oog op de totstandbrenging of instandhouding van daadwerkelijke mededinging noodzakelijk is..."
- b) een vergunning kan weigeren "voor zover door het verlenen van de vergunning aan de aanvrager de daadwerkelijke mededinging op de relevante markt in aanzienlijke mate zou worden beperkt..."
- c) een vergunning kan intrekken "indien de instandhouding van de vergunning de daadwerkelijke mededinging op de relevante markt in aanzienlijke mate zou beperken"
- d) geen toestemming zal verlenen aan het geheel of gedeeltelijk overdragen van een vergunning aan een andere natuurlijke rechtspersoon "indien dat met het oog op de totstandbrenging of instandhouding van daadwerkelijke mededinging noodzakelijk is"
- e) op grond van mededingingsrecht een vergunning kan wijzigen

Alvorens een besluit te maken als omschreven in **a** tot en met **e** stelt de minister de Autoriteit Consument en Markt ("ACM") in de gelegenheid advies uit te brengen voor zover dat met het oog op de totstandbrenging of instandhouding van daadwerkelijke mededinging noodzakelijk is. De ACM heeft, indien de minister hierom verzoekt, in een verleningprocedure dus een adviserende rol.

Het mogelijke waarde-effect voortkomend uit de verruiming wordt in de ogen van BCCF niet om mededingsrechtelijke redenen beperkt. Ook als de voorgenomen fusie van de radioactiviteiten van Talpa en TMG niet wordt toegestaan, betekent dit niet dat voorliggend rapport niet meer van toepassing is. Immers, de ACM zou mogelijk wel een concentratie van drie landelijke kavels of een andere combinatie van vier landelijke kavels willen toestaan.

Enkel als er aanwijzingen zijn dat de ACM alleen concentraties tot aan de eigendomsrestricties van *voor* 1 januari 2016 zou toestaan (oftewel geen grotere concentraties dan de situatie voor 1 januari 2016), adviseert BCCF de toepasbaarheid van voorliggend onderzoek opnieuw te beoordelen.

3.1.5 Prijsbepaling bij een verlenging

Op Europees niveau zijn er criteria vastgelegd die van toepassing zijn op het bepalen van een vergoeding voor het verlenen van een vergunning voor radiospectrum. In principe zijn twee soorten van prijsstelling geoorloofd, namelijk een prijsstelling ter dekking van administratieve kosten en een prijsstelling met als doel optimaal gebruik van de frequenties te bevorderen. Daarnaast mag de prijs de ontwikkeling van innovatieve diensten en concurrentie in de markt niet in de weg staan.

In navolging van deze richtlijnen is in artikel 3.15, eerste lid van de Telecommunicatiewet opgenomen dat de minister, in overeenstemming met de minister van Financiën, bij ministeriële regeling kan bepalen dat de houder van een vergunning een bedrag verschuldigd is voor het gebruik van de frequentieruimte waarop de vergunning betrekking heeft,

- bij de verlening van de vergunning,
- bij een verlenging van de vergunning,
- bij een wijziging van de vergunning,
- bij een verruiming van de gebruiksmogelijkheden van de vergunning.

De hoogte van het te betalen bedrag dient volgens het tweede lid van artikel 3.15 te worden gerelateerd aan de economische waarde van de gedurende de looptijd van de vergunning uit het gebruik van de desbetreffende frequentieruimte te verwachten voordelen.

Met deze bepalingen ten grondslag heeft het SEO een model ontwikkeld om tot een marktconforme prijsstelling te komen voor de Nederlandse commerciële radiovergunningen, gegeven de berekende verdien capaciteit van een specifieke vergunning. Door uit te gaan van een gemiddeld efficiënte toetreder wordt bedwongen dat een partij tenminste gemiddeld presteert om economisch acceptabele rendementen te behalen. Tevens worden bovengemiddelde partijen niet gestraft voor hun succes en wordt voorkomen dat eventueel ongeoorloofde staatssteun van toepassing is.

3.2 Het SEO-model ten behoeve van de prijsbepaling voor verlengingen

Zoals in paragraaf 3.1.5. besproken, is voor de waardebepaling bij een verlenging van de vergunningen door SEO een kasstroombenadering ontwikkeld welke de netto kasstromen schat voor ieder jaar in de verlengingsperiode. De data gebruikt voor deze inschatting zijn afkomstig van de vergunninghouders.

Het uitgangspunt bij de waardebepaling is de exploitatie door een denkbeeldige efficiënte toetreder, gegeven dat deze zich moet houden aan de programma-inhoudelijke voorwaarden die aan de vergunning verbonden zijn.

Om te komen tot een waardebeoordeling per vergunning zijn op hoofdlijnen de volgende stappen doorlopen:

- Om de toekomstige inkomsten, non-distributie-investeringen en –desinvesteringen per kavel te kunnen prognostiseren zijn historische gegevens van vergunning exploitanten verzameld. Vervolgens worden de gegevens als paneldataset in regressiemodellen geanalyseerd, om een schatting te maken van de relatie tussen de objectieve kenmerken van een kavel en de gegenereerde kasstromen;
- Daarna worden deze modellen gebruikt om de non-distributie gerelateerde kasstromen te schatten;
- De kosten, investeringen en afschrijvingen voor de distributie per kavel zijn vastgesteld door onderzoeksbureau TNO. Deze heeft hiervoor een kostenmodel ontwikkeld waarmee de kosten van de verzorging van een bepaald kavel kan worden berekend^{3,4};
- De jaarlijkse afdrachten aan Agentschap Telecom zijn gebaseerd op de afdrachten uit een eerder jaar. Daarbij is in de eerste plaats verondersteld dat de tarieven jaarlijks worden verhoogd met een percentage dat gelijk is aan de gemiddelde jaarlijkse historische toename. Voorts is aangenomen dat voor de DAB-distributie voor iedere vergunning kosten in rekening worden gebracht die gelijk zijn aan de kosten van de FM distributie;
- Om de inkomsten naar de toekomst te projecteren zijn scenario's opgesteld voor de ontwikkeling van de markt voor radioadvertenties en voor de ontwikkeling van digitale radio in Nederland;
- De geprojecteerde kasstromen over de looptijd van de vergunning zijn contant gemaakt met een inschatting voor de sectorspecifieke discontovoet (Weighted Average Cost of Capital, "WACC").

In het kader van dit onderzoek is het van belang aan te merken dat bovenstaande prijsbepalingsmethodiek leidt tot een prijs waarin alle mogelijke voordelen uit samenwerkingsverbanden en het bezitten van meerdere kavels (geclausuleerd in combinatie met ongeclausuleerd), voor zover hier in de periode waar de data op toeziet gebruik van werd gemaakt, verwerkt zit. Deze samenwerkingsverbanden betreffen niet alleen fusies en overnames maar alle samenwerkingsvormen die leiden tot financiële voordelen (b.v. joint ventures, gedeeld verkoopkantoor, etc.).

3.3 De huidige vergunninghouders

Op het moment van schrijven zijn er zes partijen landelijk actief op het gebied van commerciële radio. Deze partijen zijn: Talpa Media B.V. ("Talpa"), Telegraaf Media Groep N.V. ("TMG"), RadioCorp Holding B.V. ("RadioCorp"), De Persgroep N.V., Exceed Jazz B.V. en FD Mediagroep B.V..

Van deze zes partijen hebben drie partijen zowel een geclausuleerde als een ongeclausuleerde landelijke vergunning.

³ Zie Poort, J., Kerste, M., Scavenius, E., Prins, J., Akker, I., Ende, B. van den (TNO), Trommelen, P. (TNO), Coen de Vos, F. (Hulsbergen-Sletering), Doeven, J. (Doeven Radiocommunication Consultancy), Eijk, N. van (IVIR) & Rutten, P. (Universiteit Leiden/TNO) (2010). Waarde commerciële radiovergunningen. SEO-rapport 2010-06. Amsterdam: SEO.

⁴ In het model ter bepaling van de prijs per kavel voor de nieuwe verlenging wordt gebruik gemaakt van historische distributiekosten en investeringen

De onderstaande tabel geeft een overzicht van de negen landelijke FM kavels die ingezet worden ten behoeve van commerciële radio, de bijbehorende clausulering wanneer van toepassing en de prijs die betaald is voor deze kavels.

De laatste keer dat de vergunningen werden verdeeld was 2003, toen men besloot de vergunningen te verdelen middels een vergelijkende toets en een financieel bod. Echter kwam toen niet direct de huidige verdeling tot stand. Zo werd de A3 kavel bemachtigd door Noordzee FM (Talpa), de A5 kavel door ID&T Radio, de A7 kavel door Yorin FM en de A9 kavel door RTL FM. De A8 kavel bleef in eerste instantie onverdeeld, maar werd later aan Arrow Classic Rock B.V. toegekend. Na enkele transacties komt de A7 kavel uiteindelijk ook terecht bij Arrow Classic Rock B.V.

Op het moment dat de Arrow Media Groep in 2009 in financiële moeilijkheden raakte is zij genoodzaakt geweest haar kavels op te geven. Er is opnieuw een procedure gestart om deze kavels te verdelen, echter bleven beide kavels onbenut daar zich geen geschikte kandidaat had gemeld. Bij de verlenging van de vergunningen in 2011 worden de kavels opnieuw beschikbaar gesteld. De A8 kavel wordt gewonnen door Exceed Jazz B.V. terwijl de A7 kavel opnieuw niet aan een geschikte exploitant wordt gekoppeld.

In de zomer van 2013 kocht RadioCorp, voor 828.819 euro de A7 kavel. RadioCorp start vervolgens een samenwerking met Talpa, waarbij zij een gezamenlijke B.V. oprichten. In deze gezamenlijke B.V. verkrijgt RadioCorp een belang van 75%, voor het inbrengen van RadioCorp 100%NL en de A7 kavel, en Talpa 25%, voor het inbrengen van Radio 10. Vervolgens wordt de A7 kavel gebruikt om Radio 10 weer op de FM te brengen.

Tabel I

| Kavel | Beschikking | Geclausuleerd (ja/nee) | Additionele programmatische voorschriften indien van toepassing | Prijs vergunning |
|-------|-----------------------------|------------------------|---|------------------|
| A01 | Sky Radio (TMG) | Nee | n.v.t. | €25.592.000 |
| A02 | Radio Veronica (TMG) | Ja | Het programma tussen 07.00 uur en 19.00 uur dient a. ten minste 85% muziek te bevatten b. ten hoogste 4,3% muziek te bevatten die genoteerd staat of heeft gestaan op een van de gangbare hitlijsten voor popmuziek in Nederland, waarbij hitnoteringen van vijf jaar of langer geleden niet meetellen c. geen klassieke muziek, moderne klassieke muziek daaronder begrepen, of jazzmuziek te bevatten | €20.385.000* |
| A03 | Q-Music (De Persgroep N.V.) | Nee | n.v.t. | €26.804.000 |
| A04 | BNR (FD Mediagroep B.V.) | Ja | Het programma tussen 07.00 uur en 19.00 uur dient a. op weekdays ten minste 100% nieuws, actualiteiten en informatie te bevatten b. op zaterdag en zondag ten minste 75% nieuws, actualiteiten en informatie te bevatten c. ten minste twee maal per uur een programmaonderdeel bestaande uit nieuws te bevatten Het programma tussen 23.00 en 07.00 uur, voor zover in die uren wordt uitgezonden, dient ten minste tweemaal per uur een programmaonderdeel bestaande uit nieuws te bevatten | Nihil |

| | | | | |
|-----|-----------------------------|-----|---|-------------|
| A05 | SLAM!FM (Talpa) | Ja | Het programma tussen 07.00 uur en 19.00 uur dient: a. ten minste 95% muziek te bevatten b. ten hoogste 7,5 % muziek te bevatten die genoteerd staat of heeft gestaan op een van de gangbare hitlijsten voor popmuziek in Nederland c. ten minste 50% muziek te bevatten van muziekproducties die niet langer dan één jaar geleden zijn uitgebracht d. geen klassieke muziek, moderne klassieke muziek daaronder begrepen, of jazzmuziek te bevatten | Nihil |
| A06 | Radio 538 (Talpa) | Nee | n.v.t. | €26.473.000 |
| A07 | Radio 10 (RadioCorp) | Nee | n.v.t. | €828.819** |
| A08 | Sublime FM (Exceed Jazz) | Ja | Het programma tussen 07.00 uur en 19.00 uur dient a. op weekdays ten minste 87% klassieke muziek, moderne klassieke muziek daaronder begrepen, of jazzmuziek te bevatten b. op zaterdag 100% klassieke muziek, moderne klassieke muziek daaronder begrepen, of jazzmuziek te bevatten c. op zondag 98% klassieke muziek, moderne klassieke muziek daaronder begrepen, of jazzmuziek te bevatten | Nihil |
| A09 | 100% NL (RadioCorp) | Ja | Het programma tussen 07.00 en 19.00 uur dient a. ten minste 70% Nederlandstalige muziek te bevatten b. ten minste 20% muziek, andere dan bedoeld in onderdeel a, van Europese producties te bevatten c. ten minste 45% muziek als bedoeld in onderdeel a of b te bevatten van muziekproducties die niet langer dan één jaar geleden zijn uitgebracht | Nihil |

* Prijs vernietigd door het CBb

**Prijs bepaald d.m.v. een veiling die plaatsvond in 2013, niet door het SEO model

3.4 Bestaande samenwerkingsvormen

Voor zover er daadwerkelijk voordelen te behalen zijn uit het bezitten van meer dan twee kavels, is het mogelijk dat een deel van deze voordelen ook gerealiseerd kunnen worden door middel van samenwerking. Om dit te kunnen beoordelen dient in overweging te worden genomen in hoeverre partijen over de jaren al hebben samengewerkt ten einde voordelen te realiseren die autonoom niet haalbaar waren geweest.

Over de jaren is er op verscheidene manieren samengewerkt tussen de landelijke commerciële radiostations, vooral op het gebied van verkoop van reclamezendtijd. Zo werd in 2005 tussen Talpa en Q-Music na de overname van Noordzee FM overeengekomen dat Talpa voor Q-Music commerciële diensten zou verrichten bij de verkoop van reclameruimte. Deze samenwerking werd relatief snel na het ontstaan gestaakt door Q-Music.

Eind 2007 start SLAM!FM een samenwerking met Arrow Classic Rock, Arrow Jazz FM en Caz onder de naam QuadroRadio, met als doel het aanbieden van speciale reclamepakketten gericht op de doelgroep 20-49 jaar. Echter deze samenwerking eindigt als de Arrow Media Groep in 2009 de FM frequenties moet opgeven.

Ook Radio 538 heeft, mede door de overlap in publiek en het deel uitmaken van dezelfde groep (eerst RTL en later Talpa), samengewerkt met SLAM!FM. De twee zenders voegen in 2011 hun salesteams bij elkaar om gecombineerd reclamezendtijd te verkopen.

Op het moment van schrijven is er bij BCCF één significant samenwerkingsverband tussen de houders van de landelijke vergunningen bekend.

Dit samenwerkingsverband is begonnen in 2013, toen Talpa en RadioCorp besloten om (een gedeelte) van hun radioactiviteiten onder te brengen in dezelfde B.V. RadioCorp, eigenaar van 100%NL, beschikte over het A7 kavel maar niet over een station om hierop uit te zenden. Talpa beschikte over een station, Radio 10 Gold, maar mocht niet beschikken over een landelijke FM kavel omdat het al een geclausuleerde en ongeclausuleerde kavel bezat.

Om dit op te lossen, besloten de organisaties om een gezamenlijke B.V. op te richten welke voor 75% in handen zou zijn van RadioCorp en voor 25% in handen van Talpa. In deze B.V. bracht RadioCorp 100%NL en de A7 kavel in, en Talpa Radio 10 Gold. Doordat Talpa haar andere twee omroepinstellingen, SLAM!FM en Radio 538, niet in de nieuwe B.V. onderbracht en slechts een minderheidsbelang in deze B.V. verkreeg, was deze handeling, naar het oordelen van de Commissariaat voor de Media, niet in strijd met de Mediawet.

Naast het oprichten van een gezamenlijke B.V. startten de bedrijven ook een gezamenlijk verkoopkantoor voor reclamezendtijd. Het oprichten van het gezamenlijke verkoopkantoor werd niet als een overtreding van artikel 6.24 van de Mediawet aangemerkt. Hoewel Talpa meerderheidsaandeelhouder is in de samenwerking (60% versus 40%), is in de statuten vastgelegd dat beide partijen evenveel bestuurders mogen aanwijzen (ieder twee van de vier). Geen van de bestuurders heeft een vetorecht. Dit betekent dat noch Talpa, noch RadioCorp de door hen gewenste besluiten in het bestuur van het verkoopkantoor kunnen doordrukken.

Tegenwoordig is het verkoopkantoor actief onder de naam 'One Media Sales' (OMS). Naast de verkoop van reclamezendtijd voor alle commerciële zenders van Talpa en RadioCorp biedt zij ook haar diensten aan de overige commerciële radiostations aan. Zo verzorgt OMS ook de verkoop van reclamezendtijd voor Business News Radio en Sublime FM.

4. De situatie per 1 januari 2016

Op 8 oktober 2015 is door Tweede Kamer leden Rutte en Mohandes een motie ingediend, waarin is gevraagd om middels een ministeriële regeling te komen tot een wijziging van de eigendomsbeperking van landelijke radiokavels van maximaal één ongeclausuleerd kavel en één geclausuleerd kavel naar maximaal vier kavels, en deze wijziging per 1 januari 2016 in te laten gaan.

Dit hoofdstuk licht de implicaties van de verruiming van de eigendomsrestricties toe voor het commerciële radio landschap.

4.1 Eigendomsrestricties per 1 januari 2016

Op 1 december 2015 heeft de minister in een brief aan de kamer⁵ laten weten de motie Rutte/Mohandis conform de wens van de Kamer uit te voeren en daarmee de eigendomsbeperking op landelijke commerciële radiofrequenties te verruimen van de huidige twee (één geclausuleerd en één ongeclausuleerd) naar vier al dan niet geclausuleerde kavels. Daarnaast laat de minister weten voornemens te zijn om zowel de Mediawet 2008 en de Telecommunicatiewet te wijzigen, teneinde de eigendomsbeperkingen voor FM en digitale radio-omroep in één wettelijk kader te regelen, zodat in de toekomst één integraal beleid voor commerciële radio mogelijk wordt.

In de praktijk is daarmee een combinatie van ondernemingen mogelijk die tot en met vier landelijke kavels bezit. In het geval van een veiling zou een toetreder vier landelijke kavels kunnen bemachtigen.

4.2 Implicaties van verruiming van de eigendomsrestricties

De verruiming van de eigendomsrestricties heeft mogelijk direct een effect op de verhoudingen in het Nederlandse radiolandschap. Op 15 januari 2016 kondigen Talpa en TMG aan dat zij voornemens zijn om een strategische samenwerking aan te gaan.

De bedrijven zijn van plan een onderneming op te richten waar beide partijen hun huidige radioactiviteiten onderbrengen. Binnen de radio onderneming zal initieel Talpa Holding een belang van 77,15% en TMG een belang van 22,85% houden. Het belang van TMG kan nog worden vergroot naar maximaal 25% indien bepaalde doelstellingen worden gehaald. In het gezamenlijke persbericht wordt gesteld dat “met deze samenwerking [...] TMG en Talpa hun mogelijkheden op het gebied van consumenten- en adverteerdersbereik vergroten. De betrokken radiozenders zijn complementair en hebben gezamenlijk een groter bereik. Dit geeft TMG veel meer mogelijkheden om adverteerders relevante consumenten te laten bereiken.”

⁵ Kamp (2015). Kamerbrief: Verruiming eigendomsbeperkingen landelijke commerciële radio. Tweede Kamer der Staten Generaal, 1 december 2015

Met de samenvoeging van de radioactiviteiten komen de geclausuleerde A2 en A5 kavels en de ongeclausuleerde A1 en A6 kavels in eenzelfde onderneming. Deze kavels worden momenteel geëxploiteerd door respectievelijk Radio Veronica, SLAM!FM, Sky Radio en Radio 538. Gezamenlijk hebben deze zenders een marktaandeel van ongeveer 40% in de markt voor radioadvertenties en een marktaandeel van ongeveer 27% in de markt voor luisteraars.⁶

⁶ Bronnen: Nielsen Bruto Media (jan-dec 2015), NLO (doelgroep 10+, nov-dec 2015)

5. Waarderingsvraagstuk voortkomend uit de verruiming van de eigendomsrestricties

In hoofdstuk 3 en 4 is de verruiming in de eigendomsrestricties uitgewerkt. Uit hoofdstuk 4 blijkt dat onder de nieuwe eigendomsrestricties de huidige marktpartijen of een hypothetische toetreders onder de nieuwe eigendomsrestricties meer vergunningen kan bemachtigen dan mogelijk was tot 1 januari 2016.

Het wordt derhalve voor een marktparij of toetreders mogelijk om te profiteren van eventuele efficiëntievoordelen die voortkomen uit het combineren van meer dan twee landelijke vergunningen. Als er efficiëntievoordelen bestaan voor het verkrijgen van een additionele vergunning zullen deze in een efficiënte markt ook door marktpartijen worden opgezocht. Deze efficiëntievoordelen leiden tot financiële voordelen waardoor de efficiëntievoordelen voor de betrokken partijen een waarde-effect hebben. Dit geldt ook voor een toetreders. In een efficiënte markt zal een vergunninghouder en/of toetreders optimaal gebruik willen maken van efficiëntievoordelen en daarom het optimale aantal vergunningen proberen te verkrijgen.

Hoofdstuk 6 beschrijft wat voor efficiëntievoordelen er in theorie kunnen zijn en of het waarschijnlijk is dat deze ook voor de radiosector gelden. Als het zo is dat er efficiëntievoordelen in de radiosector door het verkrijgen van additionele vergunningen kunnen worden gerealiseerd heeft dit dus een waarde-effect voor de vergunningen.

De vergunningen gaan per 2017 voor een nieuwe periode verlengd worden en zullen dus niet verdeeld worden via een veiling. Er zal derhalve geen prijsvorming plaatsvinden, maar er zal een prijs bepaald moeten worden aan de hand van het SEO-model. Het SEO-model maakt bij vaststelling van de kavelprijs, zoals beschreven in paragraaf 3.2, gebruik van historische data. In de historische data zit slechts beperkt de mogelijke efficiëntievoordelen voortkomend uit de verruiming van de eigendomsbeperkingen.

Dit betekent dat wanneer de eigendomsverruiming een waarde-effect heeft, dat niet volledig in het model tot uitdrukking komt. Dit waarde-element zal daarom separaat moeten worden bepaald.

6. Theorie achter waarde-effecten

Hoofdstuk 6 gaat in op de literatuur die toeziet op het bepalen van mogelijke waarde-effecten van efficiëntievoordelen die door het combineren van ondernemingen (fusies en overnames) kunnen ontstaan. Er wordt in voorliggend onderzoek enkel gebruik gemaakt van gerenommeerde academische literatuur. Dit betekent dat de onderzoeken gepubliceerd zijn in een gerenommeerd "Journal" en/of er door verschillende andere gepubliceerde academische onderzoeken naar verwezen wordt.

Paragraaf 6.1 bespreekt de in de literatuur en de door BCCF gehanteerde definitie van waarde-effecten. Paragraaf 6.2 bespreekt daarbij de niet sector specifieke literatuur. Paragraaf 6.3 gaat in op de literatuur gericht op de radiosector en bespreekt de toepasbaarheid van de verschillende waarde-effecten op deze sector.

De waarde-effecten worden in dit hoofdstuk niet gekwantificeerd. De kwantificering wordt in hoofdstuk 7 behandeld.

6.1 Waarde-effecten

In de academische literatuur zijn er, als het gaat om efficiëntievoordelen die voortkomen uit fusies en overnames, twee geaccepteerde zienswijzen op de distinctie tussen efficiency- en synergievoordelen. Hieronder worden beide vormen beschreven en wordt besproken welke hiervan in de rest van het rapport zal worden toegepast.

Sommige efficiëntievoordelen zijn (in het meest extreme geval) enkel te bewerkstelligen door twee ondernemingen daadwerkelijk te combineren. De voordelen zijn niet door de separate onderneming apart te bewerkstelligen, ook niet als de onderneming bijvoorbeeld autonoom weet te groeien naar dezelfde (gecombineerde) omvang. Één van de ondernemingen moet hiervoor over een bepaalde capaciteit/kennis of anderszins waardevol bezit beschikken dat de andere onderneming niet redelijkerwijs autonoom kan verkrijgen of ontwikkelen. Deze capaciteit, gecombineerd met de capaciteiten van de andere onderneming leidt tot een toekomstig operationeel en daarmee financieel voordeel. Dit financieel voordeel representeert een waarde-effect. Het hierboven beschreven type voordeel is in de meest strikte definitie van synergie, een synergievoordeel. Zie voor bovenstaande definitie van synergie bijvoorbeeld Farrell en Shapiro (2001).

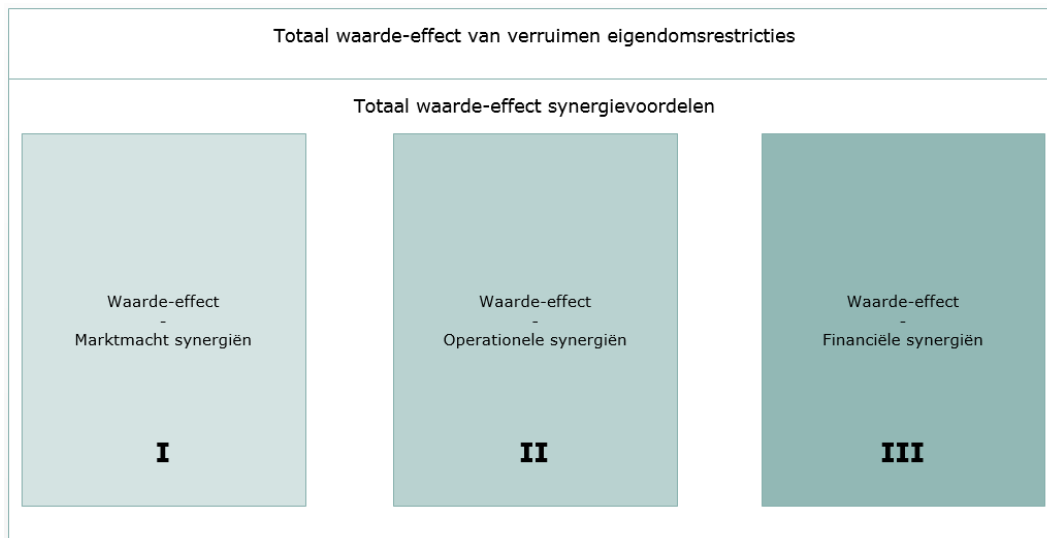
Er zijn echter ook voordelen die ontstaan door het combineren van twee ondernemingen, die theoretisch ook door de onderneming zelf behaald hadden kunnen worden. Een onderneming zou bijvoorbeeld zelf een bepaald schaalvoordeel kunnen behalen door autonoom te groeien naar dezelfde schaal als de gecombineerde onderneming. Deze efficiëntievoordelen vallen onder de strikte definitie van synergie niet onder synergievoordelen. Dit zijn efficiëntievoordelen die door het combineren van twee ondernemingen enkel *sneller* of *eenvoudiger* gerealiseerd kunnen worden.

In het overgrote deel van de academische literatuur worden beide hierboven beschreven voordelen als synergie bestempeld. Dit omdat synergetische en niet-synergetische efficiëntievoordelen veelal dezelfde uitwerking hebben en niet of nauwelijks van elkaar te onderscheiden zijn. Beide hebben een efficiëntieverhogend effect waardoor de onderneming een financieel voordeel behaalt. Dit financieel voordeel heeft een waarde-

effect voor de twee gecombineerde ondernemingen. Zie voor bovenstaande gebruik van het begrip synergie bijvoorbeeld Choi en Phillipatos (1983).

BCCF zal in voorliggend rapport, net als gebruikelijk in de academische literatuur, de brede definitie van synergievoordelen hanteren. In onderstaande figuur is deze opvatting schematisch weergegeven.

Figuur I:



Deze definitie sluit aan bij het voorliggende vraagstuk en bij de definitie van synergie zoals gebruikt in de voor dit onderzoek relevante literatuur. Dit onderzoek richt zich op het totale waarde-effect van de verruiming van de eigendomsrestricties. Dit betekent dat alle mogelijke efficiëntievoordelen die voortkomen uit de verruiming worden meegenomen. Met efficiëntievoordelen en synergievoordelen wordt in het vervolg van dit rapport hetzelfde bedoeld.

De opdeling naar marktmacht, operationeel en financieel zoals opgenomen in figuur I wordt in paragraaf 6.2 toegelicht.

6.2 Algemene synergie literatuur

Synergie- en efficiëntievoordelen zijn veelgebruikte termen in zowel de economische als bedrijfskundige literatuur. De term synergie is sinds de eind jaren zestig terug te vinden in de academische literatuur (zie bijvoorbeeld Weston (1969)). De term efficiëntievoordelen kent een veel langere historie en dateert terug tot klassieke economische werken. In de literatuur wordt synergie beschreven als het vermogen van twee ondernemingen om *gecombineerd* hogere kasstromen te genereren dan wanneer de ondernemingen separaat opereren.

Het is in de economische literatuur en in de waarderingspraktijk breed geaccepteerd dat de waarde van een onderneming bepaald wordt door de verwachte (toekomstige) kasstromen en het risicoprofiel van deze kasstromen c.q. de onderneming. De synergievoordelen vertegenwoordigen daarom een waarde voor beide ondernemingen.

Om tot de waarde van een onderneming te komen dienen de toekomstige cashflows verdisconteerd te worden met een voor de toekomstige cashflows van de onderneming toepasbare discontovoet. Deze discontovoet dient het risicoprofiel van de onderneming/kasstromen te weerspiegelen en derhalve een maatstaf te zijn voor de zogenoemde *opportunity kosten* voor een belegger. Deze opportunity kosten worden in de economische literatuur en in de waarderingspraktijk ook wel kapitaalkosten genoemd. Zie voor een belangrijke bijdrage aan deze discussie bijvoorbeeld Modigliani, Miller (1958).

Een onderneming creëert *economische waarde* voor een belegger wanneer het een hoger rendement behaalt dan het rendement dat op grond van het risicoprofiel mag worden geëist. Oftewel een hoger rendement dan de kapitaalkosten. De hoogte van het rendement en daarmee de economische waarde die een onderneming creëert wordt beïnvloed door de hoogte van de toekomstige kasstromen en de hoogte van de kapitaalkosten. De economische waarde wordt daarmee bepaald door de verwachting van **(i)** toekomstige omzetten, minus **(ii)** de variabele en vaste kosten die het daarvoor moet maken, minus **(iii)** de investeringen die het daarvoor moet doen, minus **(iv)** belastingen en minus **(iv)** de kapitaalkosten. Zie voor bovenstaande bijvoorbeeld Myers (1984).

De bovenstaande opsomming kan als volgt in een vergelijking worden weergegeven:

$$Economic\ value_x = \sum_{t=0}^{\infty} (P_t * Q_t) - VC_t - FC_t - IC_t - T_t - CC(t)_t$$

Waarbij:

Economic value_x = De economische waarde van onderneming X op tijdstip $t = 0$.

P = Prijs per product

Q = Verkocht aantal producten

VC = Variabele kosten

FC = Vaste kosten

IC = Investerings

T = Belastingen

CC = Kapitaalkosten

Bovenstaande vergelijking representeert de contante waarde van alle toekomstige kasstromen *bovenop* het geëiste rendement oftewel de kapitaalkosten. De formule berekent de verwachte economische waarde creatie van een onderneming op tijdstip $t = 0$. In de formule wordt de periode van 0 tot oneindig gebruikt. Dit komt overeen met de academische invulling van de economische waarde. In de praktijk komt het vaak voor dat de periode waarin de kasstromen plaatsvinden zich beperkt tot de effectieve looptijd van een contract of vergunning.

Deze formule is slechts een andere weergave van de standaard DCF formule en kent derhalve identieke uitkomsten. De formule staat in de literatuur bekend als de EVA formule (Economic Value Added).

Wanneer twee ondernemingen synergie behalen, betekent dit dat de economische waarde die de gecombineerde onderneming creëert groter is dan de som van de economische waarde die de twee ondernemingen separaat creëren.

Synergie kan daarmee als volgt worden weergegeven:

$$\text{Economic value}_{xy} > \text{Economic value}_x + \text{Economic value}_y$$

Het totale waarde-effect van de synergie is het verschil tussen de linker- en rechterkant van het > teken.

Bovenstaande vergelijking is in soortgelijke vorm weergegeven in Chatterjee (1986). Kosten die benodigd kunnen zijn om de synergie te bewerkstelligen zoals bijvoorbeeld juridische- en adviseurskosten die gemaakt worden bij een overname/fusie of kosten die gepaard gaan met het afvloeien van overtollig personeel zitten in de vergelijking al in de economic value van de gecombineerde onderneming verwerkt.

De synergie vergelijking toont dat synergie gecreëerd wordt doordat de gecombineerde onderneming op één of meerdere van de variabelen die de economische waarde beïnvloeden beter presteert dan de som van de separate ondernemingen.

De gecombineerde onderneming weet bijvoorbeeld (i) een hogere gemiddelde prijs voor de producten te realiseren, (ii) gezamenlijk meer stuks te verkopen (iii) hoeft voor hetzelfde aantal stuks minder variabele of vaste kosten te maken, (iv) hoeft bij gelijkblijvende aantallen minder te investeren in vaste activa of werkkapitaal, (v) heeft lagere kapitaalkosten of (vi) heeft gecombineerd een lagere belastingdruk.

$$\text{Economic value}_{xy} = \sum_{t=0}^{\infty} (P_t * Q_t) - VC_t - FC_t - IC_t - T_t - CC(t)_t$$

Met andere woorden, synergievoordelen zien toe op één van de variabelen in bovenstaande economic value vergelijking van de gecombineerde onderneming. Alle in de economische literatuur beschreven synergievormen worden aan één van deze variabelen "toegekend".

Aan de hand van bovenstaand inzicht zijn in de loop der jaren verschillende indelingen van synergievormen gemaakt. Een belangrijke bijdrage is daarbij geleverd door Lubatkin (1983). In dit artikel wordt een review gedaan van de synergieliteratuur tot die tijd en wordt een onderscheid gemaakt tussen de volgende verschillende vormen van synergieën:

- Omzet synergieën
- Technische/operationele synergieën
- Diversificatie synergieën

De laatste vorm van synergie (diversificatie synergieën) wordt in de recentere literatuur niet meer als een vorm van synergie beschouwd. In de moderne literatuur wordt deze synergievorm als een vorm van risicodiversificatie beschouwd die door de aandeelhouder van een bedrijf niet noodzakelijkerwijs bewerkstelligd wordt met een overname van een ander bedrijf. De diversificatie kan ook worden bewerkstelligd door afzonderlijk te investeren in losstaande bedrijven. Derhalve betreft het geen synergie; bedrijven hoeven niet samengevoegd te worden om te profiteren van dit diversificatievoordeel. De diversificatie van de onderneming zelf heeft geen impact op de kapitaalkosten, enkel de diversificatie van de belegger/aandeelhouder.

Dit inzicht komt voort uit de ontwikkeling van het Capital Asset Pricing Model ("CAPM") door onder andere, Markowitz (1959), Sharpe (1964) en Litner (1965). Het CAPM wordt gebruikt voor het bepalen van het geëiste rendement. Het CAPM voorspelt dat investeerders zich volledig diversificeren en enkel vergoed worden voor niet-diversificeerbare risico's. Investeerders kunnen geen vergoeding eisen voor diversificeerbare risico's omdat rationele investeerders door spreiding van hun beleggingsportefeuille niet aan deze risico's onderhevig zijn.

In de recentere literatuur is bovenstaande indeling geëvolueerd tot de veel gebruikte indeling die de synergievoordelen in de volgende drie, licht afwijkende, hoofdcategorieën verdeelt⁷:

- Marktmacht synergieën
- Operationele synergieën
- Financiële synergieën

Bovenstaande synergievormen worden door BCCF in voorliggend rapport gebruikt en zijn in onderstaande sub-paragrafen uitgewerkt. Per synergievorm wordt indien relevant de subcategorisering uitgewerkt en met een voorbeeld geïllustreerd.

6.2.1 Marktmacht synergieën

Marktmacht synergieën zien toe op de omzetvariabelen, op de inkoopkosten en op inkoopvoordelen bij investeringen. Marktmacht synergieën komen voort uit een verbetering van de onderhandelingspositie van de gecombineerde onderneming. In de literatuur wordt marktmacht synergie in twee categorieën ingedeeld (zie bijvoorbeeld Seth, 1990):

- Omzetsynergieën
- Inkoopsynergieën

Hieronder zijn voor beide vormen een voorbeeld opgenomen van hoe een dergelijke synergievorm tot uitdrukking kan komen.

Een (voorbeeld) mechaniek achter omzetsynergieën

Door een toename van de marktmacht is de gecombineerde onderneming (in sommige gevallen) in staat hogere prijzen te realiseren voor haar producten. De belangrijkste reden hierachter is dat klanten door het combineren van twee ondernemingen minder keuze hebben waar zij hun producten kopen. De toenemende marktmacht kan leiden tot het besluit van de gecombineerde onderneming de prijzen te verhogen om de winst zodoende te maximaliseren. Dit pricing gedrag wordt in de economische literatuur beschreven in bijvoorbeeld Stigler (1968). Empirisch wordt dit pricing gedrag waargenomen in onder andere Eckbo (1983) en Stillman (1983).

⁷ Zie bijvoorbeeld Chatterjee, S. (1986), Ekelund, R.B., Ford, G.S. & Koutsky, T. (2000), Bruner, R. F. (2002), Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003), Fee, C. E., & Thomas, S. (2004), Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2009)

Een (voorbeeld) mechaniek achter inkoopsynergieën

Een andere vorm van marktmacht synergie betreft inkoopsynergie. De gecombineerde onderneming kan door haar toegenomen marktmacht in bepaalde omstandigheden betere inkooprijzen bij haar toeleveranciers afdwingen. De gecombineerde onderneming is door de toenemende afname belangrijker geworden voor haar leveranciers. Deze versterkte positie kan leiden tot lagere inkooprijzen, daar een leverancier meer te verliezen heeft bij een eventueel vertrek van de klant. In de literatuur wordt dit onder andere waargenomen in Caves en Porter (1977) en Scherer (1980).

6.2.2 Operationele synergieën

Operationele synergieën zien toe op zowel efficiëntie in kosten als op efficiëntievoordelen bij benodigde investeringen. Operationele synergieën kennen een uitgebreidere uitsplitsing dan marktmacht synergieën. Deze verschillende vormen worden onder andere beschreven in Seth (1990) en Chatterjee (1986).

Een in de literatuur veel gebruikte opdeling, deelt de operationele synergieën in de volgende twee hoofdcategorieën in:

- Economies of scale
- Economies of scope

De economies of scale en de economies of scope worden hieronder aan de hand van enkele voorbeelden uitgewerkt.

Een (voorbeeld) mechaniek achter economies of scale

Onder economies of scale worden alle operationele efficiëntievoordelen bedoeld die voortkomen uit het op grotere schaal opereren. Economies of scale zijn voor elke onderneming en industrie anders, maar kunnen onder andere worden behaald in productie, verkoop, inkoop, personeelskosten, R&D, etc. Zie hiervoor bijvoorbeeld Bain (1959) en Lloyd (1976).

Er is een grote verscheidenheid aan economies of scale voordelen te bedenken. Een voorbeeld hiervan is een toename van de productie-efficiëntie wanneer een onderneming op een grotere schaal of dus grotere volumes produceert. Op het moment dat een onderneming grotere aantallen verkoopt, kan het in haar productie efficiënter opereren. Zelfs binnen deze specifieke synergievorm zijn veel verschillende mechanieken achter de voordelen te bedenken.

Het effect kan bijvoorbeeld voortkomen uit de mogelijkheid om op één productielijn grotere "runs" of volumes van één type product te draaien. Hierdoor is het minder vaak noodzakelijk de machines om te stellen naar een ander product, waardoor er minder "down time" is. Dit leidt ertoe dat er met één bepaalde productielijn grotere aantallen geproduceerd kunnen worden. Dit leidt tot minder investeringen en minder personeelskosten.

Een (voorbeeld) mechaniek achter economies of scope synergieën

Onder Economies of scope worden alle efficiëntievoordelen bedoeld die voortkomen uit het combineren van complementaire producten, kennis of capaciteiten. Economies of scope zijn voor elke onderneming, industrie en ook gevormde combinatie anders maar kunnen net als de economies of scale onder andere worden behaald in productie, verkoop, inkoop, personeelskosten, R&D, etc. Zie bijvoorbeeld Davis en Stout (1992), Lorsch en Allen (1973).

Economies of scope worden behaald door het combineren van competenties van beide bedrijven, die gezamenlijk nieuwe mogelijkheden bieden. Een voorbeeld betreft het combineren van expertise op het gebied van marketing.

Wanneer beide bedrijven kennis hebben van succesvolle marketingcampagnes, kan deze kennis worden uitgewisseld en leiden tot verbeterde marketingcampagnes voor beide bedrijven. Dezelfde mechaniek geldt logischerwijs voor alle overige operationele activiteiten in een onderneming.

6.2.3 Financiële synergieën

Financiële synergieën worden in de literatuur veelal opgedeeld in de twee onderstaande subcategorieën:

- Kapitaalkosten
- Belastingen

Literatuur die financiële synergieën beschrijven zijn onder andere Lubatkin (1983) en Seth (1990). Zoals eerder besproken behaalt een onderneming geen voordeel op haar kapitaalkosten uit diversificatie. De diversificatie van de onderneming zelf heeft geen impact op de kapitaalskosten, enkel de diversificatie van de belegger/aandeelhouder. Dit inzicht is uitgewerkt in de literatuur die leidde tot het CAPM model. De belastingsynergieën worden hieronder kort uitgewerkt.

Een (voorbeeld) mechaniek achter belastingsynergieën

Jensen en Ruback (1983) suggereren dat fusies mogelijk gedreven worden om fiscale redenen. Bedrijven kunnen bewogen worden door de mogelijkheid om via een fusie belastingvoordelen te maximaliseren. Hayn (1989) toont in een empirisch onderzoek dat fusies ingegeven zijn met belastingeigenschappen van de target zoals verrekenbare verliezen, onbenutte aftrekposten en het kunnen opvoeren van hogere afschrijvingen. Devos, Kadapakkam & Krishnamaruthy (2008) vinden dat belastingsynergieën, zij het beperkter dan operationele synergieën, een rol spelen in fusies.

Een onderneming kan haar belastingdruk verlagen door de overname van, of fusie met een andere onderneming. Een voorbeeld hiervan betreft de mogelijkheid om gebruik te maken van een compensabel verlies van de overgenomen onderneming, terwijl de overgenomen onderneming daar stand-alone, door bijvoorbeeld aanhoudende verliezen, geen gebruik van kan maken.

6.2.4 Overzicht verschillende synergievormen

Bovenstaande indeling en subcategorisering van synergievormen is weergegeven in onderstaande tabel. Zoals besproken bij economies of scale en economies of scope komen synergieën per onderneming, industrie of de gevormde combinatie anders tot uiting. Wel zijn de onderliggende mechanieken in veel gevallen in een zekere mate vergelijkbaar.

Tabel II – verschillende vormen van synergie:

| Synergievorm | Subcategorie I | Subcategorie II | Voorbeeldmechaniek |
|--------------------------------|--------------------|-----------------|--|
| Marktmacht synergieën | Omzet synergieën | -- | Minder alternatieven voor consumenten maakt het mogelijk hogere prijzen te realiseren. |
| | Inkoop synergieën | -- | De onderneming wordt belangrijker voor haar leveranciers en kan lagere prijzen afdwingen |
| Operationele synergieën | Economies of scale | Productie | Grotere runs, minder downtime, minder machines |
| | | Overig | |
| | Economies of scope | Marketing | Combinatie marketing-kennis leidt tot effectievere campagnes |
| | | Overig | |
| Financiële synergieën | Kapitaalkosten | -- | -- |
| | Belastingen | -- | Verrekenbare verliezen, onbenutte aftrekposten |

De volgende paragraaf gaat in op de toepasbaarheid van de verschillende synergievormen in de radiosector.

6.3 Sectorspecifieke synergie literatuur

In paragraaf 6.2 zijn de verschillende vormen van synergie uitgewerkt. Synergieën komen per onderneming, industrie of de gevormde combinatie anders tot uiting. Ook in de radiosector werken synergieën op een specifieke manier. Deze paragraaf bespreekt of de verschillende synergievormen en subcategorieën zoals gedefinieerd in 6.2 ook van toepassing zijn op de radiosector. Tevens geeft BCCF een oordeel of het type synergie relevant is voor voorliggend onderzoek. Om dit vast te stellen is door BCCF de sector specifieke academische literatuur geraadpleegd.

6.3.1 Marktmacht synergieën in de radiosector

Omzetsynergieën kunnen in de radiosector ontstaan doordat radiostations een betere onderhandelingspositie genieten wanneer zij samengaan. Zhong, Cao & Ning (2008) bevestigen dat Amerikaanse radiostations significante omzetsynergieën genoten in navolging van een fusie of overname, doordat zij in staat waren adverteerders hogere prijzen aan te rekenen.

Daarnaast toont Sweeting (2006) aan dat stations met een gezamenlijke eigenaar meer advertenties afspelen en daarmee een vorm van toenemende marktmacht uitoefenen. Ook Jeziorski (2014) concludeert dat hogere concentraties leiden tot hogere prijzen voor advertentieruimte. Ekelund et Al. (2000) vinden beperkte relatie tussen concentratie en prijzen, enkel significant op een 10% significantieniveau.

Gal-Or and Dukes (2006), hebben een theoretisch model ontwikkeld waarin marktmacht in de radiomarkt alleen tot synergie leidt onder bepaalde voorwaarden. De conclusie luidt (contra-intuïtief) dat wanneer er voldoende competitie overblijft na de fusie, de fusie leidt tot hogere inkomens. Als er slechts beperkte concurrentie overblijft – met nog maar één aanbieder – heeft het geen positief effect op de omzet. Hierbij wordt gesproken over de hele media markt, niet enkel de radiomarkt. Het model wordt in de studie niet empirisch gevalideerd.

De radiospecifieke onderzoeken laten zien dat er in de radiosector sprake is van marktmacht synergieën. Wel wordt hierbij de kanttekening gemaakt dat één van de studies aanmerkt dat deze synergieën onder bepaalde omstandigheden niet gerealiseerd worden. Gal-Or en Dukes stellen dat het bijzondere karakter van de mediasector, namelijk dat zowel consumenten als adverteerders klanten zijn, marktmacht synergieën onder bepaalde voorwaarden niet van toepassing zijn. Dit is echter slechts het geval wanneer na het samengaan van twee partijen er weinig tot geen concurrentie in de markt overblijft. Hierbij wordt als markt de gehele media genomen, dus inclusief geprinte media en TV. Uitgaande van de instandhouding van mededinging, waar in dit geval de minister en de ACM verantwoordelijk voor zijn, is er geen reden om aan te nemen dat een verruiming van de eigendomsrestrictie niet tot marktmachtsynergieën kan leiden.

Op basis van de beschikbare literatuur, concludeert BCCF dat marktmacht synergie-effecten ook kunnen worden bewerkstelligd in de radiosector. Tevens acht BCCF het potentiële waarde-effect voortkomend uit deze vorm van synergie daarmee relevant voor voorliggend onderzoek.

6.3.2 Operationele synergieën in de radiosector

Operationele synergieën in de radiosector kunnen ontstaan door bijvoorbeeld het elimineren van dubbele functies/faciliteiten, ofwel het spreiden van vaste lasten over een hoger volume. Smith & O’Gorman (2008) laten zien dat er significante operationele *economies of scale* behaald zijn in de consolidatiegolf die plaats vond in de radiosector in de Verenigde Staten in navolging van de twee ‘rondes’ van deregulering in 1992 en 1996. Leeper (2000) beschrijft tevens verschillende vormen van *economies of scale* die behaald kunnen worden en geeft enkele praktijkvoorbeelden van kostenreducties als anekdotisch ‘bewijs’. Jeziorski (2014) toont een relatie aan tussen kostenbesparingen en fusies in de radiosector.

Daarnaast kunnen radiostations kennis en middelen combineren waarmee gezamenlijk een beter product wordt aangeboden. Zo toont Sweeting (2006) aan dat radiostations met dezelfde eigenaar in staat zijn om hun afspeellijsten op elkaar af te stemmen en op deze manier een groter publiek weten te bereiken (minder overlap in publiek).

Deze *economy of scope* kan er toe leiden dat er meer luisteraars bereikt worden en dat daarmee advertentie-inkomsten kunnen groeien.

Op basis van de beschikbare literatuur, concludeert BCCF dat operationele synergie-effecten ook kunnen worden bewerkstelligd in de radiosector. BCCF acht potentiële waarde-effecten voortkomend uit deze vorm van synergie derhalve relevant voor voorliggend onderzoek.

6.3.3 Financiële synergieën in de radiosector

BCCF heeft geen weet van radiosector specifieke literatuur die financiële synergieën bespreken. Het is in de ogen van BCCF aannemelijk dat de mechanieken achter de financiële synergievormen net als in andere sectoren ook in de radiosector bewerkstelligd kunnen worden. Het gros van de voorbeelden die in de algemene literatuur worden gegeven (verrekenbare verliezen, onbenutte aftrekposten) zijn ook van toepassing op ondernemingen in de radiosector.

BCCF concludeert, ondanks dat er geen radiospecifieke literatuur beschikbaar is inzake financiële synergieën, dat er geen aanleiding is om aan te nemen dat deze synergieën in de radiosector niet gerealiseerd kunnen worden.

6.3.4 Samenvatting synergieën in de radiosector

In tabel III is dezelfde opdeling van synergie opgenomen als in tabel II. In tabel III is hierbij aangegeven of de verschillende vormen van synergie ook van toepassing zijn op de radiosector en op voorliggende casus.

Uit de analyse van de beschikbare literatuur blijkt dat alle vormen van synergie ook realiseerbaar zijn in de radiosector. BCCF acht het potentiële waarde-effect voortkomend uit synergie daarmee relevant voor voorliggend onderzoek.

Tabel III – verschillende vormen van synergie in de radiosector:

| Synergievorm | Subcategorie I | Subcategorie II | Van toepassing op de radiosector | Van toepassing in dit onderzoek |
|--------------------------------|--------------------|-----------------|----------------------------------|---------------------------------|
| Markmacht synergieën | Omzet synergieën | -- | Ja | Ja |
| | Inkoop synergieën | -- | Ja | Ja |
| Operationele synergieën | Economies of scale | Productie | Ja | Ja |
| | | Overig | | |
| | Economies of scope | Marketing | Ja | Ja |
| | | Overig | | |
| Financiële synergieën | Kapitaalskosten | -- | Nvt. | Nvt. |
| | Belastingen | -- | Ja | Ja |

7. Waarde-effecten van synergievoordelen in de academische literatuur

Alle synergievormen zoals beschreven in hoofdstuk 6 hebben een waarde-effect. De omvang van dit waarde-effect wordt in de academische literatuur bepaald aan de hand van verschillende methodieken. In 7.1 gaan we in op de verschillende methodieken in de literatuur. Vervolgens gaan we in op de uitkomsten van de verschillende literatuurstromen.

7.1 Verschillende literatuurstromen

In de academische literatuur zijn er drie verschillende stromen van literatuur te onderscheiden die het waarde-effect van de synergievoordelen bepalen:

- Abnormal return studies
- Studies gebaseerd op accounting informatie
- Enquêtes

Abnormal return studies:

Abnormal return studies berekenen het totale waarde-effect van synergievoordelen door de beurskoersen van de twee in een overname betrokken ondernemingen te bestuderen ten tijde van de aankondiging van de overname. Abnormal return studies zijn in de loop der jaren de academische standaard geworden voor het berekenen van waarde-effecten van bepaalde gebeurtenissen zoals fusies en overnames. Er zijn derhalve een groot aantal van dit type studie beschikbaar. Het waarde-effect wat berekend wordt uit fusies en overnames wordt algemeen beschouwd als het netto waarde-effect van synergieën en is daarmee goed toepasbaar op dit onderzoek.

De methodologie wordt de abnormal return methode genoemd omdat de bewegingen van de beurskoersen ten tijde van de aankondiging worden vergeleken met de voor die periode verwachte beurskoersontwikkelingen. Het verschil tussen de waarde op de beurs bij aankondiging van de overname en de waarde zoals die zou zijn geweest zonder aankondiging wordt *abnormal returns* genoemd. De abnormal returns worden in de literatuur beschreven als de totale waarde van de verwachte synergievoordelen. Wanneer je de abnormal returns ten tijde van de overname van de betrokken ondernemingen bepaalt, heb je de verwachte waarde van de synergieën. Zie bijvoorbeeld Capron en Pistre (2002).

De abnormal return studies maken veelal gebruik van internationale datasets. Deze datasets bestaan doorgaans uit honderden, ofwel duizenden transacties die plaats hebben gevonden, tussen allerlei verschillende soorten ondernemingen in voornamelijk Europa en de VS. Het combineren van deze onderzoeken leidt tot een uitkomst die gebaseerd is op een enorme dataset met een hoge mate van diversiteit in landen en industrieën.

Zoals beargumenteerd in hoofdstuk zes zijn de verschillende vormen van synergie ook van toepassing op de radiosector, waardoor de uitkomst van de abnormal return studies in de ogen van BCCF representatief is voor voorliggend vraagstuk.

Tevens is er geen aanleiding en of theorie om te veronderstellen dat synergie-effecten kleiner of groter zijn in Nederland dan gemiddeld genomen in andere landen.

Doordat de studies gebruik maken van beurskoersen betreft het de verwachte waarde van de synergievoordelen en niet de gerealiseerde waarde uit synergievoordelen. De synergievoordelen moeten immers rondom de aankondiging nog in de praktijk gerealiseerd gaan worden. Of het waargenomen waarde-effect van de verwachte synergievoordelen in een bepaalde studie in de praktijk uiteindelijk hoger of lager is uitgevallen is niet empirisch te toetsen. De vele koersveranderingen op de beurs die plaatsvinden in de jaren na de aankondiging kunnen niet meer gerelateerd worden aan het wel of niet tot uitdrukking komen van synergievoordelen voortkomend uit de overname, omdat er tal van andere gebeurtenissen plaatsvinden in relatie tot de onderneming. In de ogen van BCCF kan worden aangenomen dat, wanneer uit wordt gegaan van een efficiënte markt, de markt goed in staat is om synergievoordelen in te prijzen. Deze opvatting wordt gedeeld door de veel verschillende academici die gebruik maken van deze methodiek om de waarde-impact van een overname te kwantificeren⁸.

Studies die zich enkel richten op de abnormal returns van de overnemende of de overgenomen partij zijn voor het bepalen van de totale waarde van de synergie-effecten onvoldoende. Voor voorliggend vraagstuk is het totale waarde-effect van belang en niet het effect dat enkel voor koper of verkoper geldt. Ook zijn er studies die zich niet op de procentuele maar op de absolute waarde van het effect richten. Dit levert een absolute waarde van synergievoordelen op. Deze studies zijn niet toepasbaar voor de door BCCF bestudeerde casus. De verwachte synergievoordelen van een fusie van twee grote ondernemingen is in absolute zin waarschijnlijk groter dan de mogelijke synergievoordelen van twee kleinere ondernemingen. Onderzoeken met een absolute uitkomst zijn daarom niet toepasbaar op een specifieke casus. Een positieve absolute waarneming geeft wel aan dat het ook procentueel een positief effect zou hebben gehad en vice versa. De uitkomsten dragen daarom toch beperkt bij aan het inzicht.

Samengevat, abnormal returns studies zijn een belangrijke stroming in de academische literatuur als het gaat om het bepalen van waarde-effecten van synergievoordelen. De studies die de abnormal returns van beide ondernemingen gezamenlijk bepalen en dit in een percentage van de totale waarde van de twee onderneming uitdrukken geven een directe waarneming van het waarde-effect van verwachte synergievoordelen. Deze studies zijn goed bruikbaar voor het onderzoek van BCCF voor het bepalen van het waarde-effect van de verruiming. Immers, het waarde-effect wat onderzocht wordt, komt voort uit het feit dat vergunninghouders of een hypothetische toetreder verschillende bestaande ondernemingen of vergunningen kan gaan samenbrengen. Zoals eerder beschreven zullen marktpartijen en of een toetreder, indien er een positief waarde-effect bestaat ook pogen dit te bewerkstelligen.

Accounting studies:

De relevante accounting studies onderzoeken de gerapporteerde financiële resultaten van kopers vóór en na een overname om te zien hoe de financiële prestaties zijn veranderd.

De op accounting informatie gebaseerde studies proberen de effecten van een overname/fusie op één, meerdere of een combinatie van prestatie-indicatoren te bepalen.

⁸ Zie tabel IV: deze academici onderzochten het waarde-effect van fusies en overnames, welke zij gelijk stellen aan de verwachte waarde zoals deze werd ingeprijsd door de markt

De focus van deze studies varieert van nettowinst, het rendement op het eigen vermogen of activa, winst per aandeel en de liquiditeit van het bedrijf.

In tegenstelling tot bij abnormal return studies wordt, wanneer de impact op één van de genoemde prestatie indicatoren berekend wordt, niet een waarde-effect van synergievoordelen bepaald. Immers, enkel kennis van bijvoorbeeld de impact op de nettowinst of het rendement op het geïnvesteerd vermogen is onvoldoende om het totale waarde-effect te kunnen berekenen. Zie paragraaf 6.2 voor welke elementen allemaal de hoogte van het waarde-effect bepalen.

Opdat de accounting onderzoeken bruikbaar zouden zijn voor voorliggend onderzoek moeten de berekende effecten in de onderzoeken worden afgezet tegen een zogenoemde benchmark. Immers, wanneer in een bepaalde periode een toename van de winstgevendheid wordt waargenomen van acquisitieve ondernemingen kan dit ook voortkomen uit een algemeen positiever economisch klimaat en dus ook voor niet acquisitieve ondernemingen gelden. Een dergelijke verbetering in de winstgevendheid mag dan niet worden toegeschreven aan het wel of niet betrokken zijn bij een overname. Wanneer de acquisitieve ondernemingen worden vergeleken met vergelijkbare ondernemingen die geen acquisities hebben uitgevoerd (de benchmark) kunnen hier (mogelijk) wel conclusies uit worden getrokken.

Samengevat, een directe waarneming van het waarde-effect leveren deze studies niet. Als er voldoende studies beschikbaar zijn die gelijksoortige prestatie indicatoren onderzoeken, waarbij in die onderzoeken de berekende effecten zijn afgezet tegen een benchmark kunnen de artikelen worden toegepast in voorliggend onderzoek.

Enquêtes:

Naast bovengenoemde (data gedreven) onderzoeksmethodieken bestaan er ook onderzoeken gevoerd via enquêtes. Deze onderzoeken bestaan uit enquêtes aan leidinggevendenden van ondernemingen die betrokken zijn geweest in een overname of fusie. De enquêtes vragen managers bijvoorbeeld of de overname al dan niet waarde heeft gecreëerd.

De enquêtes zullen enkel bruikbaar zijn als ze net zoals bij de abnormal return studies een procentuele waardevermeerdering van de gecombineerde onderneming berekenen of wanneer ze net als bij de accounting studies een procentuele impact op één van de accounting variabelen aantonen.

Net als bij de accounting studies geven de enquêtes geen directe waarneming van het totale waarde-effect. Daarnaast is het overgrote deel van deze studies uitgevoerd door commerciële organisaties. Hierdoor zijn sommige studies niet langer openbaar beschikbaar en kan BCCF deze niet verifiëren.

7.2 Overzicht van Abnormal return studies

In tabel IV zijn alle bij BCCF bekende abnormal return studies opgenomen die gepubliceerd zijn en waarin het gecombineerde effect – en daarmee het totale waarde-effect van de verwachte synergievoordelen - berekend is.

In de tabel heeft BCCF onderscheid gemaakt tussen artikelen die wel en die geen procentueel effect tonen. Per artikel is de hoogte van het effect weergegeven, de steekproefgrootte, de periode welke daarbij onderzocht is, welke tijdsperiode⁹ rondom de aankondiging onderzocht is en of het wel of niet een statistisch significant effect betreft.

In de kolom *cumulatieve abnormal returns* is met een kleurcodering weergegeven of het waarde-effect van de synergieën negatief, positief of neutraal was, in de respectievelijk de kleuren (rood, groen en grijs). De onderstaande onderzoeken zijn beoordeeld op kwaliteit alvorens deze op te nemen in dit onderzoek. Hiervoor is voornamelijk gekeken naar de journal waarin deze gepubliceerd zijn. BCCF is zich ervan bewust dat in een aantal studies gebruik wordt gemaakt van relatief oude data. BCCF is niet bekend met literatuur die aantoont dat de effecten van synergie over tijd sterker of zwakker zijn geworden. Er zijn studies die verschillende periodes analyseren maar dit leidt niet tot een eenduidig beeld waaruit geconcludeerd kan worden dat het effect van synergieën over verschillende tijdsperiodes verschilt.

Tabel IV – Overzicht van abnormal return studies:

| Artikel | Cumulatieve Abnormal return | Steekproef grootte | Periode data | Event Venster (dagen) ⁹ | Significant (op max 5%) |
|--|-----------------------------|--------------------|--------------|------------------------------------|-------------------------|
| Studies met waarde-effect bepalingen zonder procentuele berekening | | | | | |
| Halpern (1973) | + \$27,35 MM | 77 | 1950 -65 | (-140,0) | Nee |
| Firth (1980) | - £36,6 MM | 434 | 1969 -75 | (-20,0) | Nee |
| Bradley Desai, Kim (1982) | + \$17 MM | 162 | 1962 -80 | (-20,5) | Nee |
| Malatesta (1983) | + \$32,4 MM | 30 | 1969 -74 | (-20,20) | Ja |
| Varaiya, Ferris (1987) | + \$60,7 MM | N/B | N/B | (-60,60) | Nee |
| Banerjee, Owers (1992) | + \$9,95MM | 33 | 1978 -87 | (-1,0) | Nee |
| Berkovitch, Narayanan (1993) | + \$120 MM | 330 | 1963 -88 | (-5,5) | Ja |
| Leeth, Borg (2000) | + \$8,6 MM | 53 | 1919 -30 | (-40,0) | Nee |
| Studies met waarde-effect bepalingen inclusief procentuele berekening | | | | | |
| Choi, Philipatos (1983) | + 12,37% | 81 | 1950 -73 | (-36, 0) | Ja |
| | + 7,00% | | | (-24, 0) | Ja |
| | + 11,50% | | | (-36, 36) | Ja |
| | + 9,10% | | | (-24, 24) | Ja |

⁹ Dag 0 betreft de dag van de aankondiging, (-1,1) betekent alle abnormal returns vanaf één dag voor de aankondiging tot één dag na de aankondiging.

| | | | | | |
|--|---------|------|-----------|------------|-----|
| Bradley, Desai, Kim (1988) | + 7,43% | 236 | 1963 - 84 | (-5,5) | Ja |
| Lang, Stulz, Walkling (1989) | + 11,3% | 87 | 1968 - 86 | (-5,5) | Ja |
| Franks, Harris, Titman (1991) | + 3,9% | 399 | 1975 - 84 | (-5,5) | Ja |
| Servaes (1991) | + 3,66% | 384 | 1972 - 87 | (-1, 0) | Ja |
| Healy, Palepu, Ruback (1992) | + 9,1% | 50 | 1979 - 84 | (-5,5) | Ja |
| Kaplan, Weisbach, (1992) | + 3,74% | 209 | 1971 - 82 | (-5,5) | Ja |
| Smith, Kim (1994) | + 8,88% | 177 | 1980 - 86 | (-5,5) | Ja |
| | + 3,79% | | | (-1,0) | |
| Mulherin, Boone (2000) | + 3,56% | 281 | 1990 - 99 | (-1 ,1) | Ja |
| Mulherin (2000) | + 2,53% | 116 | 1962 - 97 | (-1,0) | Ja |
| Houston et al. (2001) | + 0,14% | 27 | 1985 - 90 | (-4,1) | Nee |
| | + 3,11% | 37 | 1991 - 96 | | Ja |
| | +1,86% | 64 | 1985 - 96 | | Ja |
| Andrade, Mitchell and Strafford (2001) | + 1,5% | 598 | 1973 - 79 | (-1,+1) | Nee |
| | + 2,6% | 1226 | 1980 - 89 | | Ja |
| | + 1,4% | 1864 | 1990 - 98 | | Ja |
| | + 1,8% | 3688 | 1973 - 98 | | Ja |
| Akbulut and Matsusaka (2003) | + 1,43% | 770 | 1950 - 06 | (-2,+1) | Ja |
| | + 0,26% | 323 | | | Nee |
| Campa and Hernando (2004) | + 1,04% | 262 | 1998 - 00 | (-1,+1) | Ja |
| | + 0,95% | | | (-30, +30) | Nee |
| Holmen and Knopf (2004) | + 4,12% | 121 | 1985 - 95 | (-5,+5) | Ja |
| | + 3,55% | | | (-1,+1) | Ja |
| Fee and Thomas (2004) | + 3,06% | 554 | 1981 - 97 | (-2,+1) | Ja |
| Powell and Stark (2005) | + 3,81% | 191 | 1985 - 93 | (-5,+5) | Ja |
| | + 4,21% | | | (-5,+10) | Ja |
| | + 8,55% | | | (-5, 0) | Ja |

| | | | | | |
|---|---------|------|-----------|------------|----|
| Fan and Goyal (2006), US | + 1,90% | 702 | 1991-96 | (-1,+1) | Ja |
| | + 2,40% | | | (-10, +10) | Ja |
| | + 1,90% | | | (-1,+1) | Ja |
| | + 2,40% | | | (-10, +10) | Ja |
| Akbulut and Matsusaka (2010) | + 1,4% | 756 | 1950 - 06 | (-2,+1) | Ja |
| | + 1,5% | 2208 | | Ja | |
| | + 2.0% | 535 | | Ja | |
| | + 1.8 % | 165 | | Ja | |
| Alexandridis, Petmezas (2010) | +1,45% | 4577 | 1990-07 | (-2, +2) | Ja |
| Becher, Mulherin and Walkling (2012) | + 2,30% | 114 | 1980-04 | (-1,+1) | Ja |
| Alexandridi, Mavrovitis, Travlos (2012) | + 1,12% | 2509 | 1993-06 | (-1,+1) | Ja |
| | + 1,12% | 2509 | 1993-06 | (-10,+10) | Ja |

Zoals in bovenstaande tabel weergegeven, tonen nagenoeg alle artikelen een positief waarde-effect. Dit waarde-effect ziet toe op het totale waarde-effect voor beide ondernemingen. Bij de artikelen met een significant waarde-effect zijn alle totale effecten positief.

Alle artikelen zonder een procentuele aanduiding zijn voor dit onderzoek niet bruikbaar. De verwachte synergievoordelen van een fusie van twee grote ondernemingen is in absolute zin waarschijnlijk groter dan de mogelijke synergievoordelen van twee kleinere ondernemingen. Een positieve absolute waarneming duidt wel aan dat het ook procentueel een positief effect zou zijn geweest en vice versa.

Van alle artikelen met een significante procentuele aanduiding van het effect bevindt deze waardevermeerdering zich tussen de **1,0%-12,4%**. Het gemiddelde van alle resultaten bedraagt **4,0%**. Met andere woorden, de aandeelhouderswaarde van de gecombineerde onderneming neemt gemiddeld met **4,0%** toe.

Bij bovenstaande berekening wordt maximaal één waarneming per artikel meegewogen. Wanneer een artikel meerdere waarnemingen heeft, wordt het gemiddelde van alle waarnemingen uit dat artikel berekend waarbij alle niet significante waarnemingen als **0%** worden meegenomen. Er is door BCCF voor gekozen om niet significante waarnemingen als 0% mee te nemen, omdat die waarnemingen niet bewijzen dat er een waarde-effect bestaat. Opgemerkt dient te worden dat gegeven het zeer éénduidige beeld van positieve waarde-effecten (geen enkel negatief percentage) dit in de ogen van BCCF een voorzichtige benadering is van het procentuele waarde-effect. Wanneer de niet significante waarnemingen niet voor 0% zouden worden meegenomen maar zouden worden weggelaten, stijgt het waarde-effect van 4,0% naar **4,2%**. Zie voor de berekening van de 4,0% bijlage II.

7.3 Overzicht van accounting studies

In bijlage III zijn alle bij BCCF bekende accounting studies opgenomen. In de tabel is onderscheid gemaakt tussen artikelen die wel en die geen procentueel effect tonen. Per artikel zijn de gevonden effecten beschreven, de steekproefgrootte, de periode welke daarbij onderzocht is, of de resultaten/effecten afgezet zijn tegen een benchmark en of het wel of niet een statistisch significant effect betreft.

De studies zijn door de beperkte beschikbaarheid en beperkte bruikbaarheid onvoldoende toepasbaar op voorliggend onderzoek.

Van alle studies die een procentuele toe- of afname van een prestatie indicatoren tonen, is slechts een deel afgezet tegen een benchmark. Dit is noodzakelijk om het bruikbaar te maken in het berekenen van een waarde-effect uit synergievoordelen. Er zijn in totaal tien studies bij BCCF bekend die een procentueel waarde effect tonen en tegen een benchmark zijn afgezet. Van deze studies toont één studie een negatief effect, drie een gemixed effect en zes studies een positief effect.

De focus van deze studies varieert van nettowinst, het rendement op het eigen vermogen of activa, winst per aandeel en de liquiditeit van het bedrijf. Er is door BCCF, doordat de studies verschillende prestatie-indicatoren meten, geen gemiddelde van de resultaten te berekenen.

De in de artikelen gebruikte prestatie-indicatoren geven, met uitzondering van één artikel, enkel een indirecte waarneming van het waarde effect. De enige accounting studie die een directe waarneming geeft van het waarde-effect berekent het effect op ruim **9%** (Seth 1990).

BCCF acht om bovenstaande redenen de toepasbaarheid van de literatuurstroming onvoldoende voor de bepaling van het waarde-effect van synergievoordelen.

7.4 Overzicht van enquêtes

De uitkomsten van de enquêtes zijn in de ogen van BCCF slechts zeer beperkt aan te duiden als bewijs.

Veel van de studies worden bekeken vanuit het perspectief van de overnemende onderneming. Dit geeft wederom geen compleet beeld van het mogelijke waarde-effect. Immers, een overname kan voor de overnemende partij geen waarde creëren doordat de onderneming teveel betaald heeft voor de overname. Dit houdt niet in dat er geen waardevolle synergievoordelen kunnen worden behaald. Ook hier moet naar de combinatie van beide ondernemingen worden gekeken.

Uit onze analyse blijkt dat er geen studies zijn die bruikbaar zijn voor voorliggend onderzoek. Volledigheidshalve is er wel een overzicht van de bij BCCF bekende enquêtes opgenomen in bijlage IV.

7.5 Determinanten van de hoogte van het waarde-effect

In 7.3 is aangetoond dat gemiddeld overnames via synergievoordelen, gemiddeld 4,0% waarde toevoegen. Het is vanzelfsprekend dat niet alle overnames evenveel waarde toevoegen. De aangehaalde studies gebruiken een grote set aan overnames/fusie en maken geen onderscheid tussen het 'type' overname of type fusie.

Wel is er academische literatuur beschikbaar die onderscheid maakt in verschillende type overnames bij de berekening van de waardecreatie. De verschillende type overnames die daarbij onderzocht worden, zijn o.a.:

- Horizontale vs. verticale integratie
- Nationale transacties vs. internationale transacties
- Niet gerelateerde vs. gerelateerde activiteiten
- Cash vs. aandelentransactie
- Vriendelijk bod vs. vijandig bod

Ook in deze literatuur richten niet alle auteurs zich op het totale waarde-effect maar ook op alleen de effecten voor de overnemende of overgenomen onderneming.

In tabel VI zijn alle bij BCCF bekende studies opgenomen waarin het gecombineerde effect en daarmee het totale waarde-effect van de synergievoordelen berekend is en waar onderscheid gemaakt wordt tussen de verschillende type transacties. Per artikel is het onderscheid in type transactie benoemd, de hoogte van het effect weergegeven, de periode welke daarbij onderzocht is, welke tijdspanne rondom de aankondiging onderzocht is en of het wel of niet een statistisch significant effect betreft.

Tabel V – Overzicht van abnormal return studies (gecombineerd):

| Artikel | CAR van Gecombineerd-target-bidder | Periode data | Steekproef grootte | Onderscheid | Event Venster (dagen) | Cumulatieve Abnormal return | Significant (op max 5%) |
|-------------------------------------|------------------------------------|--------------|--------------------|----------------|-----------------------|-----------------------------|-------------------------|
| Verticaal vs. horizontaal | | | | | | | |
| Fan, Goyal (2006) | Gecombineerd | 1962-96 | 2162 | Verticaal | (-1,+1) | +2,60% | Ja |
| | | | | | (-10,+10) | +3,40% | Ja |
| | | | | Horizontaal | (-1,+1) | +3,00% | Ja |
| | | | | | (-10,+10) | +3,50% | Ja |
| Hasan, Schmiedel, Song (2012) | Gecombineerd | 2000-08 | 110 | Verticaal | (-1,+1) | +0,05% | Nee |
| | | | | Horizontaal | (-1,+1) | +1,88% | Ja |
| Becher, Mulherin, Walkling (2012) | Gecombineerd | 1993-04 | 48 | Verticaal | (-1,+1) | +1,46% | Nee |
| | | | 64 | Horizontaal | (-1,+1) | +1,75% | Ja |
| Nationaal vs. Internationaal | | | | | | | |
| Campa, Hernando (2004) | Gecombineerd | 1998-00 | 262 | Nationaal | (-1,+1) | +1,33% | Ja |
| | | | | | (-30,+30) | +1,70% | Nee |
| | | | | Internationaal | (-1,+1) | +0,40% | Nee |

| | | | | | | | |
|---|--------------|---------|------|------------------|-------------|-----------|--------|
| | | | | | (-30,+30) | -0,70% | Nee |
| Hasan, Schmiedel, Song (2012) | Gecombineerd | 2000-08 | 110 | Nationaal | (-1,+1) | -0,59% | Nee |
| | | | | Internationaal | (-1,+1) | +2,00% | Ja |
| Cash vs. Aandelen | | | | | | | |
| Franks et al. (1991) | Gecombineerd | 1975-84 | 156 | Cash | (-5,+5) | +6,41% | Ja |
| | | | | Aandelen | (-5,+5) | +0,42% | Nee |
| Andrade, Mitchell (2001) | Gecombineerd | 1973-98 | 4256 | Cash | (-1,+1) | +3,60% | Ja |
| | | | | | (-20,0) | +5,30% | Nee |
| | | | | Aandelen | (-1,+1) | +0,60% | Nee |
| | | | | | (-20,0) | -0,60% | Nee |
| Alexandridis, Petmezas (2010) | Gecombineerd | 1990-07 | 4577 | Cash | (-2,+2) | +2,30% | Ja |
| | | | | Aandelen | (-2,+2) | +0,61% | Ja |
| | | | | Gecombineerd | (-2,+2) | +1,92% | Ja |
| Niet gerelateerd vs. Gerelateerd | | | | | | | |
| Maquiera et al. (1998) | Gecombineerd | 1977-96 | 47 | Niet gerelateerd | (-40,+40) | +3,28% | Nee |
| | | | | 55 | Gerelateerd | (-40,+40) | +8,58% |
| Akbulut, Matsusaka (2010) | Gecombineerd | 1950-06 | 4764 | Niet gerelateerd | (-1,+1) | +2,00% | Ja |
| | | | | Gerelateerd | (-1,+1) | +1,80% | Ja |
| Vijandig vs. vriendelijk | | | | | | | |
| Franks et al. (1991) | Gecombineerd | 1975-84 | 93 | Vijandig | (-5,+5) | +6,10% | Ja |
| | | | | 306 | Vriendelijk | (-5,+5) | +3,14% |

Uit bovenstaande tabel blijkt dat er slechts een beperkt aantal wetenschappelijke studies beschikbaar zijn die het gecombineerde effect tonen. Uit de beschikbare artikelen komt *geen* éénduidig beeld naar voren van welk type transacties leiden tot hogere waarde-effecten. Er zijn aanwijzingen in de genoemde literatuur dat vijandige, horizontale overnames, betaald in cash, gemiddeld meer waarde creëren dan andere overnames. Deze aanwijzingen zijn in de ogen van BCCF slechts beperkt aan te duiden als een indicatie voor een boven of ondergemiddeld waarde-effect in het voorliggende onderzoek. Dit is omdat de aanwijzingen tegenovergestelde effecten hierop hebben. Een toetreder betaalt in cash (hoger dan gemiddeld), maar realiseert defacto een verticale overname (lager dan gemiddeld). Het onderscheid vijandig vs. vriendelijk is per definitie niet van toepassing in een veilingsituatie.

In tegenstelling tot de literatuur ten behoeve van het bepalen van de hoogte van het waarde-effect, kan om te toetsen welke type transacties succesvoller is ook gebruik

gemaakt worden van literatuur die zich enkel richt op het effect op de overnemende partij ("bidder") of enkel op het effect op de overgenomen onderneming ("target").

Als bijvoorbeeld blijkt dat het waarde-effect voor zowel target als bidder in *dezelfde* studie/dataset groter is bij een nationale transactie ten opzichte van een internationale transactie, betekent dit dat het totale waarde-effect voor de combinatie ook groter is voor nationale transacties. Derhalve is in bijlage V een overzicht opgenomen van alle bij BCCF bekende studies die één van deze twee effecten bestuderen. Het overzicht geeft wederom *geen* eenduidig beeld van welk type transacties de meeste waarde toevoegen.

In de ogen van BCCF zijn de bevindingen, door het niet éénduidige beeld, geen aanwijzingen voor of het verkrijgen van een extra radiovergunning gemiddeld gezien een groot of een klein waarde-effect zal hebben.

BCCF acht aan de hand van de bestudeerde literatuur wel van belang dat een koper van een vergunning eenvoudiger synergievoordelen kan bewerkstelligen dan wanneer er een bestaande onderneming voor moet worden overgenomen. De koper heeft immers minder praktische obstakels om synergievoordelen te bewerkstelligen. Hoe lager de kosten/moeilijkheden bij de implementatie van de fusie des te hoger het totale waarde-effect van de synergievoordelen. In de bestudeerde abnormal return studies kan dit onderscheid niet gemaakt worden omdat de data berust op daadwerkelijke overnames van ondernemingen.

Zie bijvoorbeeld Chatterjee 1986 waarin de totale economische waarde van de synergie als volgt beschreven wordt:

Expected value = F(Scarcity of resource, Problems in implementinig, Availability of opportunities)

Hiermee geeft het artikel aan dat de synergetische voordelen groter zijn wanneer de overgenomen partij over meer bijzondere capaciteiten beschikt, er samen meer kansen ontstaan maar ook wanneer er minder problemen bij de implementatie zijn.

Gates en Very (2003) geven aan de hand van een eigen academisch literatuur onderzoek aan dat het waarde-effect van synergieën negatief beïnvloed wordt door verschillende problemen zoals (i) de angst van mensen om te veranderen, (ii) culturele verschillen en (iii) verschillen in informatiesystemen. Nagenoeg alle genoemde waarde-verminderende elementen zijn niet van toepassing bij het verkrijgen van een extra vergunning.

Het is in de ogen van BCCF waarschijnlijk dat de ondernemingen gebruikt in de abnormal return studies meer kosten moeten maken om synergie-effecten te bewerkstelligen dan wanneer een hypothetische toetreders enkel een extra vergunning verwerft. Hierdoor zal het waarde-effect voor de overname van een onderneming lager liggen dan bij de verwerving van een additionele vergunning. Dit effect is echter door een gebrek aan data door BCCF niet te kwantificeren.

8. Waarde-effecten in de radiospecifieke academische literatuur

Naast de waarde-effecten in de generieke academische literatuur zijn de eventuele waarde-effecten in de radiospecifieke academische literatuur onderzocht. Er zijn beperkte sectorspecifieke literatuurstudies die empirisch onderzoek gedaan hebben naar de waarde-effecten van verruiming van eigendom. In onderstaande tabel is een overzicht van de

relevante studies opgenomen. Geen van de studies betreft een onderzoek dat gelijk is aan de abnormal return studies zoals onderzocht in hoofdstuk 7 en kunnen qua uitkomsten daar niet mee vergeleken worden. Alle studies zijn gebaseerd op het waarde-effect op radiostations van de deregulering in de Verenigde Staten in 1996. De studies onderzoeken wel of de verruiming van het eigendom in de Verenigde Staten per saldo een positief of negatief effect hebben op de waarde in de radiosector.

Zhong, Cao en Ning (2008) hebben onderzocht wat de abnormal returns van de radiosector was op het moment van de aankondiging van de verruiming van de eigendomsbeperkingen. Er is gekeken naar de cumulative abnormal returns van 49 beursgenoteerde bedrijven in de radioindustrie. De onderzoekers kijken naar vijf verschillende mijlpalen in de totstandkoming van de Telecommunications Act 1996¹⁰. De onderzoekers vinden een positief effect van de aangekondigde verruiming voor de waarde van de radiosector.

Erkelund, Ford en Koutksy (2000) hebben over dezelfde periode gekeken naar het marktmacht effect en het prijseffect van de verruiming van de eigendomsbeperkingen. Er is gekeken naar de verkoopprijs van 549 radiostations direct na de deregulering. Indien verhoogde marktconcentratie zou leiden tot marktmacht, zou de verkoopprijs van een radiostation moeten stijgen bij verhoogde concentratie. De resultaten van het onderzoek bieden hiervoor beperkt bewijs. De resultaten vinden wel sterk bewijs voor hogere efficiënties voor een groep van stations in vergelijking met zelfstandige stations. De aankoop van een additioneel station in een groep van stations zorgt voor een prijsstijging van een station van circa +6%. Verder tonen de resultaten dat een 10% groei in het aantal nationale stations in bezit, een positief effect hebben op de verkoopprijs van +1,5%.

Tot slot heeft Jeziorski (2014) onderzoek gedaan naar het effect van fusies na de verruiming van de eigendomsbeperkingen in de VS op de kostenefficiënties plus de marktmachtheffecten op de inkomsten in de radiosector. Uit een onderzoek naar 6.685 overnames over de periode 1996 – 2006 concludeert Jerzorski dat overnames in de radiosector na 1996 tot USD1.192m aan extra kostenefficiënties heeft geleid, wat circa 5% van de totale omzet van de sector is. De resultaten zijn significant op een 10% niveau. Wanneer deze 5% door BCCF wordt toegepast in de hoofdstuk 11 uitgewerkte en toegepaste modellen resulteert dit in een waarde-effect van ruim 13%.

¹⁰ De totstandkoming van de Telecommunications Act 1996 bestaat uit twee aparte vergelijkbare wetsontwerpen, de Telecommunications Competition and Deregulation Act 1995 (S.652) en de Communications Act 1995 (HR1555). De gehanteerde mijlpalen betreffen respectievelijk: 30-03-1995 (Introductie van S.652), 3-5-1995 (Introductie van HR1555), 15 juni 1995 (S.652 wordt goedgekeurd door de Senaat), 4 augustus 1995 (HR1555 wordt goedgekeurd door Huis Afgevaardigden) en 2 januari 1996 (Gepasseerd bij Witte Huis)

Tabel VI - Radiospecifieke studies op de effecten van eigendomsverruiming

| Artikel | Resultaten | Steekproef grootte | Periode data | Event Venster (dagen) | Significant (op max 5%) |
|---------------------------------------|--|-----------------------|-----------------|--------------------------|----------------------------|
| Zhong, Cao, Ning (2008) | De aankondiging van de verruiming van de eigendomsrisictricties in de US hadden op 49 bedrijven in de radio-industrie een positief waarde-effect bij de 5 verschillende mijlpalen van de totstandkoming van de wetgeving: (+1,13%*; +0,11%; +4,37%*; +1,44%; +1,28%*) | 49 | 1995 - 96 | (-1, 1) | *Ja |
| Erekelund, Ford, Koutsky (2000) | Resultaten van de verkoopprijs van 549 radiostatons laat zien dat groepen van radio stations hogere efficiënties halen in vergelijking met zelfstandige stations. Het toevoegen van 1 station aan een groep van radiostatons zorgt voor een prijsstijging van de aankoop van + 6%. Het onderzoek geeft slechts beperkt bewijs dat de verkoopprijs van een station stijgt door verhoogde concentratie, en dus marktmacht. | 549 | 1995 - 96 | n.v.t. | Ja |
| Jeziorski (2014) | Radiotransacties na de deregulering in de VS van 1996 zorgen voor USD1,192m additionele kostenbesparingen (ongeveer 5% van de industrie omzet). | 6.685 | 1996 - 2006 | n.v.t. | Nee (1-tail 10%) |

Hoewel er enkel beperkte empirische onderzoeken zijn naar de waarde-effecten van de verruiming van eigendomsbeperkingen in de radiosector, laten de beschikbare onderzoeken wel een eenduidig beeld zien. De waarde-effecten van de verruiming van de eigendomsbeperkingen in de radiosector zijn allen positief.

9. Reeds in het SEO-model verwerkte synergieën

Zoals eerder besproken kunnen sommige synergieën/efficiënties ook worden gerealiseerd zonder uitbreiding van het eigendom, middels samenwerkingsverbanden. Vooral op het gebied van gecombineerde verkoop van reclamezendtijd kunnen momenteel al voordelen worden behaald via het gezamenlijke verkoopkantoor One Media Sales. De One Media Sales samenwerking is in 2013 tot stand gekomen. Deze synergievoordelen worden al gerealiseerd en zitten daarmee al *deels* in de door het SEO gebruikte data (dataset SEO bestrijkt 2004-2015) en worden op die manier meegenomen in de waardebepaling.

Tabel VII presenteert een overzicht van de eerder geïdentificeerde synergieën en geeft aan welke mogelijk reeds (ten dele) gerealiseerd worden en dus al in het SEO-model verwerkt zitten.

Afgezien van de omzetsynergieën die behaald worden uit de gezamenlijke verkoop van reclamezendtijd zijn de synergievoordelen die al in het SEO-model verwerkt zitten beperkt.

Tabel VII – Reeds verwerkte synergievoordelen

| Synergievorm | Subcategorie I | Reeds in het SEO-model | Toelichting |
|--------------------------------|--------------------|------------------------|---|
| Markmacht synergieën | Omzet synergieën | Deels | Hoewel er al omzetsynergieën gerealiseerd worden middels de gezamenlijke verkoop van reclamezendtijd, vindt er nog wel concurrentie plaats tussen stations die mogelijk in de nieuwe situatie éénzelfde eigenaar delen. Daadwerkelijke combinatie van de frequenties zal leiden tot een hogere marktmacht en mogelijk tot hogere advertentieprijsen |
| | Inkoop synergieën | Nee | Er zijn bij BCCF geen samenwerkingsverbanden bekend die inkoop synergieën bewerkstelligen en daarmee al in de SEO dataset zitten |
| Operationele synergieën | Economies of scale | Nee | Er zijn bij BCCF geen samenwerkingsverbanden bekend die operationele economies of scale bewerkstelligen |
| | Economies of scope | Nee | Er zijn bij BCCF geen samenwerkingsverbanden bekend die operationele economies of scope bewerkstelligen |
| Financiële synergieën | Kapitaalskosten | Nee | Er zijn bij BCCF geen samenwerkingsverbanden bekend die financiële synergieën bewerkstelligen |
| | Belastingen | Nee | |

10. Kwantificering van het waarde-effect

Zoals in hoofdstuk 7 uitgewerkt, wordt in de economische wetenschap voor het bepalen van het waarde-effect van verwachte synergievoordelen abnormal return studies gebruikt. Overige literatuurstromen, zijnde de accounting studies en enquêtes, zijn zoals beschreven ongeschikt voor het bepalen van een waarde-effect van synergievoordelen.

Er zijn in de afgelopen decennia veel abnormal return studies verschenen die het waarde-effect van mogelijke synergievoordelen berekenen. Nagenoeg alle artikelen tonen een positief waarde-effect van combineren van ondernemingen. De abnormal return studies tonen een waarde-effect tussen de 1,0% en 12,4% van de gecombineerde waarde van de ondernemingen. Met andere woorden, de literatuur laat een eenduidig beeld zien inzake het bestaan van een waarde-effect. Echter is de bandbreedte van het positieve effect ruim 10% punten.

De abnormal return studies zien toe op grote datasets aan overnames en het berekende waarde-effect is niet radiospecifiek. Om te bepalen of en in welk mate het waarde-effect van synergievoordelen toepasbaar is op de radiosector, zijn de volgende zaken in de voorgaande hoofdstukken onderzocht:

- Welke synergievormen zijn volgens de academische literatuur ook toepasbaar op de radiosector?
- Wat wordt er over waarde-effecten in academische literatuur geschreven?
- Blijkt er uit de literatuur dat er type transacties zijn die slechter/beter presteren dan gemiddeld en in hoeverre zijn deze karakteristieken van toepassing op de radiosector?
- Welk effect op de waarde door eigendomsverruiming wordt in de radiospecifieke literatuur gevonden?
- Zijn er door bestaande samenwerkingen al synergievoordelen meegenomen in het SEO-model?

Uit literatuuronderzoek van BCCF blijkt dat alle vormen van synergievoordelen ook in de radiosector voorkomen. In de academische literatuur waar specifiek over het waarde-effect van synergievoordelen in de radiosector gesproken wordt, wordt geconcludeerd dat er ook in de radiosector een positief waarde-effect aangetroffen wordt. In deze literatuur zijn geen indicaties te vinden die aantonen dat het effect groter of minder groot is dan in overige sectoren.

De academische literatuur waarin getoetst wordt welk type transacties een groter/kleiner waarde-effect hebben, geeft geen sterke aanwijzingen in beide richtingen. Uit de beschikbare artikelen komt *geen* éénduidig beeld naar voren welk type transacties leidt tot hogere/lagere waarde-effecten. Er zijn enkele aanwijzingen in de literatuur dat vijandige, horizontale overnames, betaald in cash gemiddeld meer waarde creëren dan andere overnames. Deze aanwijzingen zijn in de ogen van BCCF onvoldoende om te beargumenteren dat een hypothetische toetreders meer of minder dan gemiddeld zal profiteren van synergievoordelen.

BCCF acht wel van belang dat een koper die meerdere vergunningen verkrijgt eenvoudiger synergievoordelen kan bewerkstelligen dan wanneer hiervoor een bestaande onderneming moet worden overgenomen. De koper heeft minder praktische obstakels om synergievoordelen te bewerkstelligen. Hoe lager de kosten/moeilijkheden bij de implementatie van de fusie des te hoger is het waarde-effect van de synergievoordelen. In de abnormal return studies kan dit onderscheid niet gemaakt worden omdat de data berust op daadwerkelijke overnames van ondernemingen. BCCF acht de overname van vergunningen zonder de overname van de onderneming in bepaalde praktijksituaties een mogelijkheid. In een toekomstige veilingsituatie, bij een faillissement van een vergunninghouder of bij een geïsoleerde verkoop van een vergunning zou het combineren van vergunningen zonder overname van een onderneming mogelijk kunnen zijn. In overige situaties zal dit niet, of niet eenvoudig, te bewerkstelligen zijn.

BCCF vindt dit derhalve een reden om aan te nemen dat het waarde-effect in voorliggende casus groter kan zijn dan gemiddeld.

Bepaalde synergieën/efficiënties kunnen ook worden gerealiseerd zonder uitbreiding van het eigendom, middels samenwerkingsverbanden. Wanneer er dus historisch samenwerkingsverbanden hebben bestaan zit een deel van het waarde-effect van synergievoordelen reeds in de waardebepaling van het SEO-model verwerkt.

Op het gebied van gecombineerde verkoop van reclamezendtijd kunnen via het gezamenlijke verkoopkantoor One Media Sales momenteel al omzetsynergieën worden behaald. Hoe groot dit effect is, is niet te kwantificeren. Opgemerkt hierbij dient te worden dat prijsafspraken in een dergelijk verband verboden zijn en het waarschijnlijk is dat er ook in de gebruikte datasets van de abnormal return studies, overnames verwerkt zitten van ondernemingen die reeds samenwerkingsverbanden hadden. BCCF vindt het bestaan van de huidige OMS samenwerking, alles overwegend, *wel* een indicatie dat het waarde-effect op omzet synergieën mogelijk deels al gerealiseerd wordt. Dit betekent dat het waarde-effect voortkomend uit de verruiming van de eigendomsbeperking mogelijk kleiner is dan gemiddeld wordt waargenomen in de abnormal return studies.

Wanneer naar alle mogelijke indicaties gekeken wordt waaruit blijkt of het waarde-effect van voorliggende casus groter of kleiner is dan gemiddeld concludeert BCCF dat er zowel positieve als negatieve effecten te benoemen zijn.

Tabel VIII – Waarde-effect indicaties verruiming eigendomsrestricties

| Groter dan gemiddeld (+/+) | Kleiner dan gemiddeld (-/-) | Neutraal (+/-) |
|---|--|--|
| <p>Een koper van meerdere vergunningen kan eenvoudiger synergievoordelen bewerkstelligen dan wanneer hiervoor een bestaande onderneming moet worden overgenomen. De koper heeft minder praktische obstakels om synergievoordelen te bewerkstelligen. (Enkel van toepassing op situaties waarbij overname van een vergunning zonder overname van de onderneming mogelijk is)</p> | <p>Een deel van de synergie die te behalen is uit het exploiteren van meer dan één geclausuleerde en één ongeclausuleerde kavel wordt al behaald door de OMS samenwerking. Deze OMS samenwerking is in 2013 tot stand gekomen waarbij de dataset van SEO 2004-2015 bestrijkt. Dit effect is derhalve al voor een deel verwerkt in het SEO Model.</p> | <p>De academische literatuur waarin getoetst wordt welk type transacties een groter/kleiner waarde-effect hebben, geeft geen sterke aanwijzingen in beide richtingen. Uit de beschikbare artikelen komt geen éénzijdig beeld naar voren welk type transacties leidt tot hogere/lagere waarde-effecten.</p> |

| | | |
|--|--|--|
| <p>Bij de berekening van het gemiddelde van 4,0% zijn alle niet significante waarnemingen voor 0% meegenomen. Opgemerkt dient te worden dat gegeven het zeer éénduidige beeld van positieve waarde-effecten (geen enkel negatief percentage) dit in de ogen van BCCF een voorzichtige benadering is van het procentuele waarde-effect.</p> | | <p>In de academische literatuur waar specifiek over het waarde-effect van synergievoordelen in de radiosector gesproken wordt, wordt geconcludeerd dat er ook in de radiosector een positief waarde-effect aangetroffen wordt.</p> |
| | | <p>Uit literatuuronderzoek blijkt dat alle vormen van synergievoordelen ook in de radiosector voorkomen.</p> |

BCCF concludeert aan de hand van bovenstaande argumentatie dat er geen éénduidig beeld bestaat over waar het waarde-effect voor voorliggende casus zich in de waargenomen bandbreedte zal bevinden. BCCF acht daarom dat het gemiddelde van alle abnormal return studies de beste benadering is van het waarde-effect voortkomend uit de verruiming van de eigendomsrestricties. Dit gemiddelde bedraagt **4,0%**.

11. Toepassing waarde-effect op het SEO-Model

In het voorgaande hoofdstuk is geconstateerd dat het waarde-effect van de verruiming 4,0% bedraagt. In dit hoofdstuk bespreken we hoe dit waarde-effect kan worden toegepast op het SEO-model. In 11.1 wordt ingegaan op de verschillende aandachtspunten voor het toepassen van het waarde-effect. In 11.2 wordt de wijze waarop het waarde-effect toegepast moet worden behandeld.

11.1 Aandachtspunten bij toepassing waarde-effect op het SEO-model

Met betrekking tot de toepassing van het waarde-effect op het SEO model zijn verschillende aandachtspunten relevant. Hieronder zijn de door BCCF geïdentificeerde aandachtspunten opgenomen en worden allen daarna besproken.

- Mate van eigendomsverruiming (naar bijvoorbeeld drie of vier kavels);
- Effect van verruiming naar maximaal vier kavels, bij totaal aanbod van negen kavels;
- De relatie tussen (relatieve) grootte en synergiemogelijkheden
- Toepassen percentage op aandeelhouderswaarde of ondernemingswaarde;
- Waarde-effect voor kavels met een negatieve waarde;
- Waarde-effect verschil tussen geclausuleerde en ongeclausuleerde kavels;
- Toepassing waarde-effect op kasstromen voor bepaalde tijd.

Mate van eigendomsverruiming

Het eerste betreft de vraag of er een verschil is in het waarde-effect als een eigenaar van twee naar drie radiostations groeit versus van twee naar vier stations. Bovengenoemde aandachtspunt is niet relevant voor het toepassen van het door BCCF berekende waarde-effect op het SEO-model. Dit is uit te leggen aan de hand van één van de economische beginselen: Bij een verruiming van de eigendomsbeperkingen zal een efficiënte toetreder/vergunninghouder bereid zijn een prijs te betalen inclusief het waarde-effect. Als een vergunninghouder en/of toetreder dit waarde-effect niet betaalt, zal zij de vergunning immers verliezen aan een koper die het effect wel inprijsst. Met andere woorden de koper zal het maximale uit de verruiming halen in aantallen vergunningen en zal ook bereid zijn hier voor te betalen. Hieruit resulteert dat elk kavel in waarde toeneemt.

Maximaal vier kavels, met totaal aanbod van negen kavels

Het tweede effect betreft de situatie dat wanneer in Nederland twee eigenaren ieder vier radiostations in bezit hebben, er één van de huidige negen stations resteert bij één eigenaar.

In het huidige Nederlandse landschap is dit reeds het geval. Gegeven de historische beperking dat één onderneming slechts één geclausuleerde en één ongeclausuleerde vergunning mag bezitten, is het in de praktijk niet mogelijk dat alle vijf de geclausuleerde kavels in het bezit zijn van een eigenaar die tevens een ongeclausuleerde kavel bezit.

Doordat dit het geval is, zit in de huidige door SEO gebruikte data dit effect reeds verdisconteerd. Door dit effect vallen de waarderingen voor alle kavels in het SEO-model lager uit dan zonder dit effect. Het effect zit derhalve over *alle* kavels in de prijs verwerkt.

De relatie tussen (relatieve) grootte en synergie

In dit rapport wordt een waarde effect van 4.0% geadviseerd zonder dat dit afhankelijk is van de grootte van de ondernemingen. Er is bij BCCF geen literatuur bekend waarin aangetoond wordt dat het *procentuele* effect groter of kleiner is voor verschillende omvang ondernemingen. In de observaties van de door BCCF gebruikte studies zullen zowel kleinere als grotere transactie verwerkt zitten.

BCCF acht het gemiddelde percentage op die gronden van toepassing op de verschillende vergunningen.

Toepassen percentage op aandeelhouderswaarde

In de abnormal return studies die BCCF gebruikt wordt het effect van een overname op de aandeelhouderswaarde van de gecombineerde onderneming gemeten. In deze casus wordt echter het effect van een overname op de gehele onderneming (business case) gevraagd. Deze waarde bestaat uit de waarde van de uitstaande aandelen plus de marktwaarde van de netto schuld van een onderneming. Aangezien de waarde van de schuld niet verandert door een fusie, betreft de totale waardeverhoging van de onderneming slechts de waardeverhoging vermenigvuldigd met het gedeelte dat gefinancierd is door eigen vermogen. Hieronder wordt dit in een voorbeeld geïllustreerd:

De totale waarde van een onderneming met €50 schuld en waarvan de aandelen op de beurs €50 waard zijn bedraagt €100. Wanneer er twee van deze ondernemingen zijn, bedraagt de gecombineerde waarde van de onderneming €100 + €100 = **€200**. De gecombineerde aandeelhouderswaarde bedraagt €50 + €50 = **€100**. Door een fusie van de twee organisaties neemt de aandeelhouderswaarde van de combinatie met **4%** toe. Oftewel de totale aandeelhouderswaarde bedraagt nu **€104**.

De waarde van de schuld blijft echter gelijk waardoor de totale waarde van de gecombineerde onderneming **€204** bedraagt. De procentuele toename van de totale waarde bedraagt $€4 / €200 = 2\%$.

De waarde zoals berekend wordt in het SEO-model betreft de totale waarde van de kavel ofwel de ondernemingswaarde. In het SEO model wordt in de bepaling van de kapitaalkosten ervan uitgegaan dat de operaties die de vergunning gaat exploiteren, gefinancierd worden met 57,6% schuld en 42,4% eigen vermogen. In dit geval moet dus 42,4% van het procentuele waarde-effect worden toegepast op de ondernemingswaarde. Een voorbeeld is uitgewerkt in paragraaf 11.2.

Waarde-effect voor een kavels met een negatieve waarde

In het huidige SEO-model bestaan er kavels die voor een nieuwkomer geen commerciële exploitatiewaarde hebben. Een toepassing van een procentueel waarde-effect zou op deze kavels geen effect hebben. Kavels kunnen op deze wijze niet van een negatieve waarde naar een positieve waarde bewegen. In de praktijk zou dit door synergievoordelen echter wel mogelijk zijn. Synergievoordelen zouden er toe kunnen leiden dat de exploitatiewaarde positief wordt. De abnormal return studies richten zich tot beursgenoteerde bedrijven die altijd een positieve waarde hebben. Dit betekent echter niet dat bedrijven met een negatieve waarde geen waarde-effecten uit synergievoordelen kunnen realiseren. De toepassing van het waarde-effect op het SEO-model dient daarom rekening te houden met kavels met een nihil waarde (zie paragraaf 11.2).

Waarde-effect voor geclausuleerde en ongeclausuleerde kavels

Omdat het waarde-effect voortkomt uit synergievoordelen, zijn deze voor zowel geclausuleerde als ongeclausuleerde kavels realiseerbaar. Wel zit er verschil in de exploitatie van de twee type vergunningen. Geclausuleerde vergunningen hebben naar verwachting voor een groot deel dezelfde vaste kosten maar worden door de programmatische voorschriften (mogelijk) "beperkt" in het aantal luisteraars. Om dit te ondervangen stelt BCCF een methodiek voor die, naast kavels met een negatieve waarde, ook rekening houdt met het verschil tussen geclausuleerde en ongeclausuleerde kavels.

Kasstromen voor bepaalde tijd en onbepaalde tijd

Tot slot betreft het SEO-model een bepaling van de waarde voor bepaalde tijd (namelijk de duur van de vergunning) versus een waarde-effect geconstateerd bij abnormal returns bij beursgenoteerde ondernemingen, welke voor onbepaalde tijd gelden. Aangezien het effect in een procentuele opslag op de totale waarde wordt uitgedrukt, is dit effect ook geschikt om op een waarde voortkomend uit kasstromen in een bepaalde tijd toe te passen.

11.2 Methode van toepassing waarde-effect op SEO-model

Zoals beargumenteerd in paragraaf 11.1 moet er in de toepassing op het SEO model rekening gehouden worden met een waarde van nihil. Daarnaast moet het procentuele waarde-effect worden toegepast op de waarde van het eigen vermogen en niet op de totale waarde van de business case (ondernemingswaarde).

SEO berekent de waarde van de totale business case 'rondom' een bepaalde FM-frequentie. Vervolgens wordt een percentage van de waarde van de business case toegerekend aan de vergunning. Conform ons onderzoek wordt de hele *business case* procentueel meer waard. Door een procentuele toebedeling aan de vergunning geldt dit procentuele effect dus ook voor de vergunning. Hieronder wordt derhalve gesproken over de business case maar dit kan tevens worden gelezen als kavel of vergunning.

In het SEO model wordt in de bepaling van de kapitaalkosten verondersteld dat de onderneming die de vergunning gaat exploiteren gefinancierd wordt met 57,6% schuld en 42,4% met eigen vermogen. Om de waarde van de business cases te berekenen inclusief het waarde-effect van de synergievoordelen moet de waarde per business case zoals die uit het SEO-model komt met **42,4% x 4,0% = 1,7%** verhoogd worden. Een business case die in het SEO-model een totale waarde heeft van €100,- heeft inclusief het waarde-effect van de verruiming van de eigendomsrestricties een waarde van €101,70. Op het moment dat in het model een aanpassing gedaan wordt m.b.t. de gehanteerde leverage dient dit ook op bovenstaande manier te worden verwerkt in het toe te passen procentuele waarde-effect.

Zoals beschreven is de procentuele opslag niet op een business case met een waarde van nihil toepasbaar. Dit is niet correct omdat het in de praktijk zou kunnen zijn dat een negatieve waarde met het waarde-effect van de synergievoordelen positief wordt. BCCF beschrijft hieronder de methodiek die zij geschikt acht voor de toepassing op *alle* kavels. Op de voorgestelde manier worden alle kavels op een gelijke manier behandeld.

BCCF stelt voor om eerst de waarde (zonder waarde-effect) van *alle* ongeclausuleerde business cases te berekenen.

Figuur II – Waardering fictieve business case

| | Fictief kavel - vergunningjaar | | | | |
|---|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Som der bedrijfsopbrengsten | 11.500 | 17.000 | 21.000 | 25.000 | 29.000 |
| Totale distributiekosten | 2.000 | 2.000 | 2.000 | 2.000 | 2.000 |
| Totale non-distributiekosten | 8.500 | 10.000 | 11.000 | 12.000 | 12.000 |
| Som der bedrijfskosten | 10.500 | 12.000 | 13.000 | 14.000 | 14.000 |
| Synergie-effecten | - | - | - | - | - |
| Bedrijfsresultaat* (EBITA) | 1.000 | 5.000 | 8.000 | 11.000 | 15.000 |
| Carry Forward Compensabele verliezen | - | - | - | - | - |
| TAX 25% | 250 | 1.250 | 2.000 | 2.750 | 3.750 |
| Netto Operationele Winst na Belasting | 750 | 3.750 | 6.000 | 8.250 | 11.250 |
| Afschrijvingen distributie activa - ether | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Afschrijvingen distributie activa - digitaal | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Afschrijvingen overige non-distributie activa | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Bruto kasstroom | 1.000 | 4.000 | 6.250 | 8.500 | 11.500 |
| Bruto investeringen - begin jaar | 3.500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Bruto investeringen - einde jaar | - | - | - | - | -4.500 |
| Totaal | 3.500 | 500 | 500 | 500 | -4.000 |
| Free cash flow | -2.500 | 3.500 | 5.750 | 8.000 | 15.500 |
| WACC 5,03% -> discontovoet | 1,05 | 1,10 | 1,16 | 1,22 | 1,28 |
| Verdisconteerde cash flows | -2.380 | 3.173 | 4.963 | 6.574 | 12.127 |
| Totale ondernemingswaarde | 24.457 | | | | |
| Waarde effect | 1,70% | | | | |
| Totale ondernemingswaarde | 24.873 | | | | |

Hierboven is de waarde van een fictieve business case weergegeven zoals die in het SEO-model berekend wordt. De geprognostiseerde kasstromen worden verdisconteerd tot een totale ondernemingswaarde (€24.457).

Echter dit is zoals toegelicht in dit rapport de waarde zonder het waarde-effect van de verruiming. De totale waarde van een business case neemt toe met 1,7%. De totale waarde van de business case bedraagt inclusief het waarde-effect €24.457 * 1,017 = €24.873.

In het kasstroom model is aan de hand van dit gegeven te berekenen hoeveel synergievoordelen (uitgedrukt in euros) er elk jaar gerealiseerd moeten worden om die waardeverhoging ook werkelijk te realiseren. Met andere woorden er kan door SEO per ongeclausuleerde kavel berekend worden hoeveel synergievoordelen het jaarlijks moet behalen om een totale waardeverhoging van 1,7% te realiseren.

In onderstaande overzicht is de benodigde synergie per jaar berekend (teruggerekend) die er toe leidt dat de totale waarde op €24.873 uitkomt.

Figuur III – Waardering fictief kavel inclusief waarde-effect

| | Fictief kavel inclusief synergieën - vergunningjaar | | | | |
|---|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Som der bedrijfsopbrengsten | 11.500 | 17.000 | 21.000 | 25.000 | 29.000 |
| Totale distributiekosten | 2.000 | 2.000 | 2.000 | 2.000 | 2.000 |
| Totale non-distributiekosten | 8.500 | 10.000 | 11.000 | 12.000 | 12.000 |
| Som der bedrijfskosten | 10.500 | 12.000 | 13.000 | 14.000 | 14.000 |
| Synergie-effecten | 128 | 128 | 128 | 128 | 128 |
| Bedrijfsresultaat* (EBITA) | 1.128 | 5.128 | 8.128 | 11.128 | 15.128 |
| Carry Forward Compensabele verliezen | - | - | - | - | - |
| TAX 25% | 282 | 1.282 | 2.032 | 2.782 | 3.782 |
| Netto Operationele Winst na Belasting | 846 | 3.846 | 6.096 | 8.346 | 11.346 |
| Afschrijvingen distributie activa - ether | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Afschrijvingen distributie activa - digitaal | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Afschrijvingen overige non-distributie activa | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Bruto kasstroom | 1.096 | 4.096 | 6.346 | 8.596 | 11.596 |
| Bruto investeringen - begin jaar | 3.500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Bruto investeringen - einde jaar | - | - | - | - | -4.500 |
| Totaal | 3.500 | 500 | 500 | 500 | -4.000 |
| Free cash flow | -2.404 | 3.596 | 5.846 | 8.096 | 15.596 |
| WACC 5,03% -> discontovoet | 1,05 | 1,10 | 1,16 | 1,22 | 1,28 |
| Verdisconteerde cash flows | -2.289 | 3.260 | 5.046 | 6.653 | 12.203 |
| Totale ondernemingswaarde | 24.873 | | | | |

Bovenstaande waardering toont aan dat er elk jaar €128 aan synergieën behaald moeten worden (via een combinatie van meer omzet, minder kosten, minder investering, etc.) om tot een totale waarde te komen van €24.873.

Deze berekening dient te worden uitgevoerd voor alle ongeclausuleerde kavels. BCCF stelt voor om vervolgens het totaal van al de berekende (benodigde) synergievoordelen te relateren aan het totaal van alle operationele kosten van de ongeclausuleerde kavels.

Wanneer we deze methode toepassen op bovenstaande geval betekent dit respectievelijk €63.500 bedrijfskosten en €640 aan synergievoordelen. Procentueel bedraagt het benodigde synergie-effect $\frac{€640}{€63.500} = 1,01\%$ van de operationele kosten. Voor de vier ongeclausuleerde kavels zou dit in totaal *bijvoorbeeld* $\frac{2.500}{250.000} = 1,0\%$ kunnen bedragen. Dit percentage (1,0%) dient vervolgens toegepast te worden in de kasstroom modellen van **alle** business cases. Op deze manier worden alle kavels op dezelfde manier behandeld en profiteren ook business cases met een nihile waarde van het waarde-effect.

De waarde van de hierboven getoonde kavel, conform deze methodiek is in figuur IV weergegeven. De totale bedrijfskosten bedragen €63.500. 1% hiervan bedraagt €635. Dit is wederom evenredig verdeeld over 5 jaren (€127 per jaar). De totale waarde van deze business bedraagt hiermee €24.869.

Figuur IV – Waardering fictief met toepassing van de 1,0%

| | Fictief kavel inclusief synergieën - vergunningjaar | | | | |
|---|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Som der bedrijfsopbrengsten | 11.500 | 17.000 | 21.000 | 25.000 | 29.000 |
| Totale distributiekosten | 2.000 | 2.000 | 2.000 | 2.000 | 2.000 |
| Totale non-distributiekosten | 8.500 | 10.000 | 11.000 | 12.000 | 12.000 |
| Som der bedrijfskosten | 10.500 | 12.000 | 13.000 | 14.000 | 14.000 |
| Synergie-effecten | 127 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| Bedrijfsresultaat* (EBITA) | 1.127 | 5.127 | 8.127 | 11.127 | 15.127 |
| Carry Forward Compensabele verliezen | - | - | - | - | - |
| TAX 25% | 282 | 1.282 | 2.032 | 2.782 | 3.782 |
| Netto Operationele Winst na Belasting | 845 | 3.845 | 6.095 | 8.345 | 11.345 |
| Afschrijvingen distributie activa - ether | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Afschrijvingen distributie activa - digitaal | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Afschrijvingen overige non-distributie activa | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Bruto kasstroom | 1.095 | 4.095 | 6.345 | 8.595 | 11.595 |
| Bruto investeringen - begin jaar | 3.500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Bruto investeringen - einde jaar | - | - | - | - | -4.500 |
| Totaal | 3.500 | 500 | 500 | 500 | -4.000 |
| Free cash flow | -2.405 | 3.595 | 5.845 | 8.095 | 15.595 |
| WACC 5,03% -> discontovoet | 1,05 | 1,10 | 1,16 | 1,22 | 1,28 |
| Verdisconteerde cash flows | -2.290 | 3.259 | 5.045 | 6.652 | 12.202 |
| Totale ondernemingswaarde | 24.869 | | | | |

Hieronder is een voorbeeld opgenomen van een kavel met een nihile waarde.

Figuur V – Waardering fictief kavel met nihil waarde

| | Fictief kavel inclusief synergieën - vergunningjaar | | | | |
|---|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Som der bedrijfsopbrengsten | 8.000 | 9.500 | 11.500 | 13.750 | 16.750 |
| Totale distributiekosten | 1.500 | 1.500 | 1.500 | 1.500 | 1.500 |
| Totale non-distributiekosten | 8.000 | 9.500 | 10.500 | 11.500 | 12.000 |
| Som der bedrijfskosten | 9.500 | 11.000 | 12.000 | 13.000 | 13.500 |
| Synergie-effecten | - | - | - | - | - |
| Bedrijfsresultaat* (EBITA) | -1.500 | -1.500 | -500 | 750 | 3.250 |
| Carry Forward Compensabele verliezen | - | - | - | - | - |
| TAX 25% | -375 | -375 | -125 | 188 | 813 |
| Netto Operationele Winst na Belasting | -1.125 | -1.125 | -375 | 563 | 2.438 |
| Afschrijvingen distributie activa - ether | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Afschrijvingen distributie activa - digitaal | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Afschrijvingen overige non-distributie activa | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Bruto kasstroom | -875 | -875 | -125 | 813 | 2.688 |
| Bruto investeringen - begin jaar | 3.596 | 477 | 375 | 337 | 323 |
| Bruto investeringen - einde jaar | - | - | - | - | -4.604 |
| Totaal | 3.596 | 477 | 375 | 337 | -4.281 |
| Free cash flow | -4.471 | -1.352 | -500 | 476 | 6.969 |
| WACC 5,03% -> discontovoet | 1,05 | 1,10 | 1,16 | 1,22 | 1,28 |
| Verdisconteerde cash flows | -4.257 | -1.226 | -432 | 391 | 5.452 |
| Totale ondernemingswaarde | -71 | | | | |

De nieuwe situatie met het waarde-effect is hieronder weergegeven. De totale operationele kosten zijn vermenigvuldigd met 1,0% om de totale synergie te berekenen (€590). Dit is evenredig verdeeld over de jaren (€118 per jaar):

Figuur VI – Waardering fictief kavel met nihil waarde inclusief waarde-effect

| | Fictief kavel inclusief synergieën - vergunningjaar | | | | |
|---|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Som der bedrijfsopbrengsten | 8.000 | 9.500 | 11.500 | 13.750 | 16.750 |
| Totale distributiekosten | 1.500 | 1.500 | 1.500 | 1.500 | 1.500 |
| Totale non-distributiekosten | 8.000 | 9.500 | 10.500 | 11.500 | 12.000 |
| Som der bedrijfskosten | 9.500 | 11.000 | 12.000 | 13.000 | 13.500 |
| Synergie-effecten | 118 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| Bedrijfsresultaat* (EBITA) | -1.382 | -1.382 | -382 | 868 | 3.368 |
| Carry Forward Compensabele verliezen | - | - | - | - | - |
| TAX 25% | -346 | -346 | -96 | 217 | 842 |
| Netto Operationele Winst na Belasting | -1.037 | -1.037 | -287 | 651 | 2.526 |
| Afschrijvingen distributie activa - ether | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Afschrijvingen distributie activa - digitaal | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Afschrijvingen overige non-distributie activa | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Bruto kasstroom | -787 | -787 | -37 | 901 | 2.776 |
| Bruto investeringen - begin jaar | 3.596 | 477 | 375 | 337 | 323 |
| Bruto investeringen - einde jaar | - | - | - | - | -4.604 |
| Totaal | 3.596 | 477 | 375 | 337 | -4.281 |
| Free cash flow | -4.383 | -1.264 | -412 | 564 | 7.057 |
| WACC 5,03% -> discontovoet | 1,05 | 1,10 | 1,16 | 1,22 | 1,28 |
| Verdisconteerde cash flows | -4.173 | -1.145 | -355 | 463 | 5.521 |
| Totale ondernemingswaarde | 312 | | | | |

In bovenstaande geval is de waarde van het fictieve kavel van **-€71** naar **+€312** gegaan.

Er is door BCCF gekozen de totale benodigde synergieën te relateren aan de totale operationele kosten en niet (b.v.) aan de omzet. Dit omdat voor alle kavels de totale kostenbasis in de ogen van BCCF de beste indicatie is voor hoogte van de mogelijke synergieën. Op deze manier kunnen kavels met een nihil waarde, net als geclausuleerd en ongeclausuleerde kavels, op een gelijke manier behandeld worden.

Wanneer de voorgestelde methode wordt toegepast is BCCF van mening dat er een prijsbepaling voor alle landelijke commerciële kavels resulteert die in lijn is met de uitgangspunten die ten grondslag liggen aan de prijsbepaling.

Referenties

- Akbulut, M., & Matsusaka, J. G. (2003). Fifty years of diversification announcements. Available at SSRN 469781.
- Akbulut, M. E., & Matsusaka, J. G. (2010). 50+ years of diversification announcements. *Financial review*, 45(2), 231-262.
- Alexandridis, G., et al. (2010). "Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence." *Financial Management* 39(4): 1671-1695.
- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663-688.
- Andrade, G., et al. (2001). "New evidence and perspectives on mergers."
- Bae, K. H., Kang, J. K., & Kim, J. M. (2002). Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *The journal of finance*, 57(6), 2695-2740.
- Bain, J. S. (1959). "Industrial Organization (New York, 1959)." *BainIndustrial Organization*1959.
- Banerjee, A., & Owers, J. E. (1992). Wealth reduction in white knight bids. *Financial Management*, 48-57.
- Becher, D. A., et al. (2012). "Sources of Gains in Corporate Mergers: Refined Tests from a Neglected Industry." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47(01): 57-89.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Timing of investment and financing decisions in imperfectly competitive financial markets. *Journal of Business*, 219-248.
- Bhagat, S., et al. (2005). "Do tender offers create value? New methods and evidence." *Journal of Financial Economics* 76(1): 3-60.
- Bjorksten, J. (1965). *Merger Lemons. Mergers and Acquisitions: The Journal of Corporate Venture*.
- Bradley, M., et al. (1983). "The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?" *Journal of Financial Economics* 11(1): 183-206.
- Bradley, M., et al. (1988). "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms." *Journal of Financial Economics* 21(1): 3-40.
- Bruner, R. F. (2002). "Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker." *Journal of Applied Finance* 12(1): 48-68.
- Campa, J. M. and I. Hernando (2004). "Shareholder value creation in European M&As." *European financial management* 10(1): 47-81.
- Capron, L. and N. Pistre (2002). "When do acquirers earn abnormal returns?" *Strategic Management Journal* 23(9): 781-794.
- Caves, R. E. and M. E. Porter (1977). "From entry barriers to mobility barriers: Conjectural decisions and contrived deterrence to new competition*." *The Quarterly Journal of Economics*: 241-261.

- Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.
- Chatterjee, R. and G. Meeks (1996). "The financial effects of takeover: Accounting rates of return and accounting regulation." *Journal of Business Finance & Accounting* 23(5-6): 851-868.
- Chatterjee, S. (1986). "Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms." *Strategic Management Journal* 7(2): 119-139.
- Chaudhuri, S. and B. Tabrizi (1998). "Capturing the real value in high-tech acquisitions." *Harvard business review* 77(5): 123-130, 185.
- Cybo-Ottone, A., & Murgia, M. (2000). Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 24(6), 831-859.
- Das, A. and S. Kapil (2012). "Explaining M&A performance: a review of empirical research." *Journal of Strategy and Management* 5(3): 284-330.
- Davis, G. F. and S. K. Stout (1992). "Organization theory and the market for corporate control: A dynamic analysis of the characteristics of large takeover targets, 1980-1990." *Administrative Science Quarterly*: 605-633.
- Devos, E., et al. (2009). "How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies." *Review of Financial Studies* 22(3): 1179-1211.
- Dickerson, A. P., et al. (1997). "The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of UK firms." *Oxford Economic Papers* 49(3): 344-361.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., & Teoh, S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market?. *The Journal of Finance*, 61(2), 725-762.
- Eckbo, B. E. (1983). "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth." *Journal of Financial Economics* 11(1): 241-273.
- Ekelund, J., Robert B, et al. (2000). "Market Power in Radio Markets: An Empirical Analysis of Local and National Concentration*." *The Journal of Law and Economics* 43(1): 157-184.
- Faccio, M., McConnell, J. J., & Stolin, D. (2006). Returns to acquirers of listed and unlisted targets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(01), 197-220.
- Fan, J. P. and V. K. Goyal (2006). "On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers." *The Journal of Business* 79(2): 877-902.
- Farrell, J. and C. Shapiro (2001). "Scale economies and synergies in horizontal merger analysis." *Antitrust Law Journal* 68(3): 685-710.
- Fee, C. E. and S. Thomas (2004). "Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms." *Journal of Financial Economics* 74(3): 423-460.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2011). Cross-border mergers and acquisitions in different legal environments. *International review of law and economics*, 31(3), 169-187.
- Firth, M. (1980). "Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm." *The Quarterly Journal of Economics*: 235-260.

Franks, J., Harris, R., & Titman, S. (1991). The postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial economics*, 29(1), 81-96.

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.

Gal-Or, E. and A. Dukes (2006). "On the Profitability of Media Mergers*." *The Journal of Business* 79(2): 489-525.

Gates, S. and P. Very (2003). "Measuring Performance During M&A Integration". *Long range Planning*, 36(2), 167-185

Gesthuizen, Oosenbrug, De Liefde, Mulder, Verhoeven (2015). Motie van het lid Gesthuizen. Tweede Kamer der Staten Generaal, 24 095, nr. 385, 2 juli 2015

Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions?. *Journal of corporate finance*, 7(2), 151-178.

Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-45.

Guest, P. M., Bild, M., & Runsten, M. (2010). "The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers." *Accounting and Business Research* 40(4): 333-352.

Gugler, K., et al. (2003). "The effects of mergers: an international comparison." *International journal of industrial organization* 21(5): 625-653.

Halpern, P. J. (1973). "Empirical estimates of the amount and distribution of gains to companies in mergers." *The Journal of Business* 46(4): 554-575.

Hasan, I., Schmiedel, H., & Song, L. (2012). Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges?. *Financial Review*, 47(3), 469-499.

Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175.

Healy, P. M., et al. (1997). "Which takeovers are profitable? Strategic or financial." *MIT Sloan Management Review* 38(4): 45.

Herman, E. S., & Lowenstein, L. (1988). The efficiency effects of hostile takeovers. *Knights, Raiders and Targets*, 211.

Heron, R. and E. Lie (2002). "Operating performance and the method of payment in takeovers." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37(01): 137-155.

Holmen, M. and J. D. Knopf (2004). "Minority shareholder protections and the private benefits of control for Swedish mergers." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39(01): 167-191.

Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view. *The Journal of Finance*, 54(3), 1131-1152.

Huyghebaert, N. and M. Luypaert (2013). "Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions." *Applied Economics* 45(14): 1819-1833.

Jeziorski, P. (2014). "Effects of mergers in two-sided markets: The US radio industry." *American Economic Journal: Microeconomics* 6(4): 35-73.

Kamp (2015). Kamerbrief. "Verruiming eigendomsbeperkingen landelijke commerciële radio". Tweede Kamer der Staten Generaal, 1 december 2015

Kang, J. K., Shivdasani, A., & Yamada, T. (2000). The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese takeover bids. *The Journal of Finance*, 55(5), 2197-2218.

Kaplan, S. N. and M. S. Weisbach (1992). "The success of acquisitions: Evidence from divestitures." *The Journal of Finance* 47(1): 107-138.

Krishnan, H. A., et al. (2007). "Acquisition Premiums, Subsequent Workforce Reductions and Post-Acquisition Performance." *Journal of Management Studies* 44(5): 709-732.

Kohers, N., & Kohers, T. (2000). The value creation potential of high-tech mergers. *Financial Analysts Journal*, 56(3), 40-51.

Lajoux, A. R., & Weston, J. F. (1998). Do deals deliver on postmerger performance?. *MERGERS AND ACQUISITIONS-PHILADELPHIA-*, 33, 34-37.
ISO 690

Lang, L. H., et al. (1989). "Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers." *Journal of Financial Economics* 24(1): 137-154.

Langtieg, T. C. (1978). "An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger." *Journal of Financial Economics* 6(4): 365-383.

Leeper, S. E. (1999). "Game of Radiopoly: An Antitrust Perspective of Consolidation in the Radio Industry, The." *Fed. Comm. LJ* 52: 473.

Leeth, J. D. and J. R. Borg (2000). "The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35(02): 217-238.

Linn, S. C. and J. A. Switzer (2001). "Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?" *Journal of Banking & Finance* 25(6): 1113-1138.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The review of economics and statistics*, 13-37.

Lorsch, J. W. and S. A. Allen (1973). *Managing diversity and interdependence: An organizational study of multidivisional firms*, Harvard University, Graduate School of Business Administration, Division of Research.

Lubatkin, M. (1983). "Mergers and the Performance of the Acquiring Firm." *Academy of Management review* 8(2): 218-225.

Malatesta, P. H. (1983). "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms." *Journal of Financial Economics* 11(1): 155-181.

Markowitz, H. (1959). *Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments*. J. Wiley.

Martynova, M. and L. Renneboog (2008). "A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?" *Journal of Banking & Finance* 32(10): 2148-2177.

- Maquieira, C. P., Megginson, W. L., & Nail, L. (1998). Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 3-33.
- Meeks, G. (1977). *Disappointing marriage: A study of the gains from merger* (Vol. 51). CUP Archive.
- Moatti, V., et al. (2015). "Disentangling the performance effects of efficiency and bargaining power in horizontal growth strategies: An empirical investigation in the global retail industry." *Strategic Management Journal* 36(5): 745-757.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.
- Moeller, S. B., et al. (2005). "Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave." *The Journal of Finance* 60(2): 757-782.
- Mueller, D. C. (1985). "Mergers and market share." *The Review of Economics and statistics*: 259-267.
- Mulherin, H. (2000). *Incomplete acquisitions and organizational efficiency*. Working paper, Penn State.
- Mulherin, J. H. and A. L. Boone (2000). "Comparing acquisitions and divestitures." *Journal of Corporate Finance* 6(2): 117-139.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Parrino, J. D., & Harris, R. S. (1999). TAKEOVERS, MANAGEMENT REPLACEMENT, AND POST-ACQUISITION OPERATING PERFORMANCE: SOME EVIDENCE FROM THE 1980s. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4), 88-96.
- Parrino, J. D., & Harris, R. S. (2001). *Business linkages and post-merger operating performance*. Working Paper, Darden Graduate School of Business, University of Virginia, Charlottesville, Va.
- Poort, J., et al. (2010). "Waarde commerciële radiovergunningen." SEO-rapport 2010-06.
- Powell, R. G. and A. W. Stark (2005). "Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks." *Journal of Corporate Finance* 11(1-2): 293-317.
- Ravenscraft, D. J. and F. M. Scherer (1987). "Life after takeover." *The Journal of Industrial Economics*: 147-156.
- Rutte, Mohandis (2015). *Motie van de leden Rutten en Mohandis*. Tweede Kamer der Staten Generaal, 34 264, nr. 27, 8 oktober 2015.
- Servaes, H. (1991). "Tobin's Q and the Gains from Takeovers." *The Journal of Finance* 46(1): 409-419.

- Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Smith, H. W. and C. O'Gorman (2008). "Efficiency gain from ownership deregulation: estimates for the radio industry."
- Smith, R. L. and J.-H. Kim (1994). "The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns." *Journal of Business*: 281-310.
- Stigler, G. J. (1968). "Price and non-price competition." *The Journal of Political Economy*: 149-154.
- Stillman, R. (1983). "Examining antitrust policy towards horizontal mergers." *Journal of Financial Economics* 11(1-4): 225-240.
- Sweeting, A. (2006). Coordination, Differentiation, and the Timing of Radio Commercials. *Journal of Economics & Management Strategy*, 15(4), 909-942.
- Tuch, C. and N. O'Sullivan (2007). "The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence." *International Journal of Management Reviews* 9(2): 141-170.
- Varaiya, N. P. and K. R. Ferris (1987). "Overpaying in corporate takeovers: The winner's curse." *Financial Analysts Journal* 43(3): 64-70.
- Weston, J. F. (1969). Nature and Significance of Conglomerate Firms, *The . . . John's L. Rev.*, 44, 66.

Bijlage I

Reactie I uit consultatie:

“Het Rapport BCCF stelt dat in het SEO-model al een deel van de door verruiming haalbare synergie is ingeprijsd door de reeds bestaande OMS samenwerking. Dat is echter niet de enige manier waarop relevante synergieën worden gerealiseerd en in het SEO-model zijn meegenomen. Die synergieën doen zich bijvoorbeeld ook al voor bij de gecombineerde exploitatie van radio met andere commerciële media. Dit vormt een additionele indicatie dat het waarde-effect van de verruimde eigendomsbeperkingen mogelijk kleiner is dan het in de literatuur vastgestelde gemiddelde.”

Reactie BCCF op bovenstaande input:

BCCF richt zich in voorliggend onderzoek op de waarde-effecten van synergiemogelijkheden tussen *verschillende* vergunninghouders. Deze waarde-effecten komen tot stand doordat twee of meer vergunninghouders door een fusie of overname worden samengevoegd. Het onderzoek richt zich niet op operationele-/synergievoordelen die al binnen een concern worden gerealiseerd, met andere woorden het betreft enkel de “additionele” synergievoordelen.

Het is bij BCCF bekend dat de huidige vergunninghouders ook over andere media-activiteiten beschikken en dat uit de combinatie van activiteiten reeds operationele voordelen behaald worden. Hier wordt in voorliggend onderzoek van geabstraheerd door de radiovergunningen als een stand-alone business case te beschouwen. In de ogen van BCCF heeft het bezitten van andere activiteiten geen impact op de mogelijke “additionele” synergievoordelen die het combineren van twee radiovergunningen met zich meebrengen.

Deze synergievoordelen worden in dit onderzoek gekwantificeerd. Het waarde-effect wordt procentueel uitgedrukt en om bovenstaande reden *enkel* toegepast op de waarde van de business case/radiovergunning en *niet* op de waarde van de totale onderneming. Het absolute waarde-effect is daarmee reeds kleiner dan wanneer de procentuele opslag op de hele onderneming zou worden toegepast.

Met ander woorden, het feit dat de vergunninghouders tevens andere media-activiteiten ontplooiën en daar operationele voordelen uitbehalen heeft in de ogen van BCCF geen impact op de mogelijk te behalen (additionele) synergie-effecten en daarmee ook niet op het procentuele waarde-effect van de synergiemogelijkheden. Dit procentuele effect dient enkel toegepast te worden op de waarde van de business case/vergunning zoals ook door BCCF wordt voorgesteld.

Reactie II uit consultatie:

“Als indicatie dat mogelijk een groter dan gemiddeld waarde-effect optreedt bij verruiming van de eigendomsbeperkingen, noemt het Rapport BCCF dat de koper van meer vergunningen eenvoudiger synergie kan realiseren dan wanneer er bestaande ondernemingen moeten worden overgenomen. Dat laatste is echter de enige mogelijkheid die bij verlenging in 2017 openstaat, en die ook door SEO is gemodelleerd. SEO heeft namelijk de prijs bepaald die een kavel heeft voor een toetreder die tot een bestaande markt toetreedt (Vzrt. Rechtbank Rotterdam 19 augustus 2011, r.o. 2.8.5: “Daarnaast overweegt de voorzieningenrechter dat ter zitting namens verweerder door drs. J.P. Poort, projectleider van SEO, desgevraagd is bevestigd dat bij de waardering van kavel A7 is uitgegaan van een nieuwkomer die tot de bestaande markt toetreedt.”), waar dus alle andere vergunningen al zijn vergeven.”

Reactie BCCF op bovenstaande input:

BCCF heeft in voorliggend onderzoek het waarde-effect van het combineren van vergunningen zo nauwkeurig mogelijk gekwantificeerd. Deze kwantificering heeft een relatief grote bandbreedte van ~10% punten. BCCF geeft aan dat er zowel redenen zijn die er op kunnen duiden dat het waarde-effect zich boven in de bandbreedte bevindt en redenen dat dit effect lager zou zijn dan het gemiddelde. Bovenstaande opmerking uit de consultatie, richt zich op één van deze argumenten.

BCCF merkt op dat indien de vergunningen gecombineerd kunnen worden, zonder daarbij een onderneming te moeten integreren, de integratiekosten (waarschijnlijk) lager zijn en derhalve het waarde-effect van de synergievoordelen groter.

Of het verkrijgen van een vergunning zonder onderneming wel of niet mogelijk is, is afhankelijk van de praktijksituatie. In een toekomstige veilingssituatie, bij een faillissement van een vergunninghouder of bij een geïsoleerde verkoop van een vergunning zou het combineren van vergunningen zonder overname van een onderneming mogelijk kunnen zijn. In overige situaties zal dit niet, of niet eenvoudig, te bewerkstelligen zijn.

Een recent voorbeeld van een praktijksituatie waarbij het mogelijk was om enkel een vergunning te verkrijgen is de veiling van het A7 kavel in 2013.

Met andere woorden, BCCF sluit niet uit dat in de toekomst enkel een vergunning verworven kan worden maar erkent wel dat de overname van een vergunning zonder onderneming niet in alle praktijksituaties mogelijk zal blijken. BCCF heeft derhalve de tekst van de betreffende passages aangepast.

Bijlage II

| | Uitkomsten per artikel | Gemiddelde per artikel |
|---|------------------------|------------------------|
| Choi, Philipatos (1983) | 12,37% | 9,99% |
| | 7,00% | |
| | 11,50% | |
| | 9,10% | |
| Bradley, Desai, Kim (1988) | 7,43% | 7,43% |
| Lang, Stulz, Walkling (1989) | 11,30% | 11,30% |
| Franks, Harris, Titman (1991) | 3,90% | 3,90% |
| Servaes (1991) | 3,66% | 3,66% |
| Healy, Palepu, Ruback (1992) | 9,10% | 9,10% |
| Kaplan, Weisbach, (1992) | 3,74% | 3,74% |
| Smith, Kim (1994) | 8,88% | 6,34% |
| | 3,79% | |
| Mulherin, Boone (2000) | 3,56% | 3,56% |
| Mulherin (2000) | 2,53% | 2,53% |
| Houston et al. (2001) | 0,00% | 1,66% |
| | 3,11% | |
| | 1,86% | |
| Andrade, Mitchell and Strafford (2000) | 0,00% | 1,45% |
| | 2,60% | |
| | 1,40% | |
| | 1,80% | |
| Akbulut and Matsusaka (2003) | 1,43% | 0,72% |
| | 0,00% | |
| Campa and Hernando (2004) | 1,04% | 0,52% |
| | 0,00% | |
| Holmen and Knopf (2004) | 4,12% | 3,84% |
| | 3,55% | |
| Fee and Thomas (2004) | 3,06% | 3,85% |
| | 3,48% | |
| | 4,03% | |
| | 4,83% | |
| Powell and Stark (2005) | 3,81% | 5,52% |
| | 4,21% | |
| | 8,55% | |
| Fan and Goyal (2006), US | 1,90% | 2,15% |
| | 2,40% | |
| | 1,90% | |
| | 2,40% | |
| Akbulut and Matsusaka (2010) | 1,40% | 1,68% |
| | 1,50% | |
| | 2,00% | |
| | 1,80% | |
| Alexandridis, Petmezas (2010) | 1,45% | 1,45% |
| Becher, Mulherin and Walkling (2012) | 2,30% | 2,30% |
| Alexandridi, Mavrovitis, Travlos (2012), Europe | 1,12% | 1,12% |
| | Gemiddelde | 4,0% |

Bijlage III

| Artikel | Steekproef grootte | Periode data | Resultaten | Performance variabele | Afgezet tegen een benchmark | Significant (op max 5%) |
|--|-----------------------|-----------------|--|--------------------------|--------------------------------------|----------------------------|
| Studies zonder procentuele impact op accounting variabelen | | | | | | |
| Meeks (1977) | 233 | 1964 - 1972 | De ROA van acquisitieve ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk daalde in de jaren nadat de fusie tot stand gekomen was. | ROA | Ja | Ja |
| Mueller (1980) | 287 | 1962 - 1972 | Een analyse van ROE, ROA, en ROS, toont aan dat Amerikaanse acquisitieve bedrijven minder winstgevend zijn dan niet-acquisitieve bedrijven. Vergelijkbare conclusies werden getrokken voor Europese landen. | ROE, ROA, ROS | Ja | Nee |
| Mueller (1985) | 100 | 1950 - 1972 | De grootste 100 ondernemingen uit de Verenigde Staten die betrokken waren bij overnames hebben in de onderzochte periode marktaandeel verloren. | Markt-aandeel | Ja | Ja |
| Healy, Palepu, Ruback (1992) | 50 | 1979 - 1984 | Bij de 50 grootste fusies in de V.S. toonden de ondernemingen na de fusie een significante verbeteringen in hun ROA. Bij de fusie organisaties wordt geen significante verhoging van de kasstroommarges waargenomen. | ROA | Ja | Ja |
| Gugler, Mueller, Yurtoglu, Zulehner, (2003) | 2704 | 1981-1998 | Een analyse van fusies en overnames over de hele wereld laat zien dat, gemiddeld gezien, de winst toenam terwijl de omzet afnam. Dit is in overeenstemming met de marktmacht hypothese van overnames. | Netto winst Omzet | Nee | Ja |
| Chatterjee, Meeks (1996) | 144 | 1977 - 1990 | Voor 1985 toonden fusies in het Verenigd Koninkrijk verhogingen van winstgevendheid na een fusie – echter niet significant. Tussen 1985 en 1990, toonde bedrijven een aanzienlijke verbetering in hun netto resultaat in de jaren na de fusie. | Netto winst | Nee | Nee |
| Guest, Bild, Runsten (2010) | 303 | 1985 - 1996 | De impact van M&A zorgt voor een verhoging van winstgevendheid (ROE). Hiernaast zorgt het ook voor een licht negatieve fundamentele waarde. | ROE | Ja | Ja |
| Studies met procentuele impact op één of meerdere accounting variabelen | | | | | | |
| Ravenscraft, Scherer (1987) | 95 | 1975-1977 | Significante negatieve relaties tussen de ROA en acquisitie activiteit. De ROA van acquisitieve ondernemingen ligt 3,1% punten lager dan niet acquisitieve ondernemingen. | ROA | Ja | Nee |

| | | | | | | |
|--------------------------------------|------|-------------|---|-----------------------|-----|------|
| Herman, Lowenstein (1988) | 56 | 1975 - 1983 | Tussen 1975 en 1978 nam de ROC van overgenomen bedrijven toe van 14,7% tot 19,6%. Een soortgelijke analyse toont een daling van de ROC in de periode 1981-83. | ROC | Nee | n.a. |
| Seth (1990) | 102 | 1962 - 1979 | Met behulp van een gemodelleerde waarde (in de plaats van een marktwaarde) van het eigen vermogen, zorgde acquisities voor een extra 9,3% waarde. Operationele synergieën, in de vorm van extra kasstromen, zorgde voor een waarde effect van 12,9%. Hiernaast zorgden financiële synergieën voor een waarde impact van -3,6% (niet significant). | Total Value | Ja | Ja |
| Dickerson, Gibson, Tsakalotos (1997) | 1443 | 1948 - 1977 | Voor de eerste 5 jaren na een overname is de ROA voor acquisitieve ondernemingen tussen de 1.9% en 4.1% lager dan de ROA van niet-overnemende ondernemingen. | ROA | Ja | Ja |
| Healy, Palepu, Ruback (1997) | 50 | 1979 - 1984 | De kasstromen t.o.v. de marktwaarde van assets verbeterd bij strategische acquisities terwijl financiële acquisities (betaling in contanten voor ongerelateerde bedrijven). Daarnaast wordt gekeken naar het effect van de premie op de verbetering van het operationele resultaat. Hieruit blijkt dat de premie een groot deel van de synergie, zo niet alle synergetische waarde neutraliseert. | Kasstromen EBIT | Ja | Ja |
| Parrino, Harris, 1999 | 197 | 1982 - 1987 | Overnemende ondernemingen behalen na een fusie een stijging van 2,1% in hun kasstroom rendement (operationele kasstromen gedeeld door de marktwaarde van de activa). Het resultaat na de fusie is aanzienlijk hoger wanneer het overnemend bedrijf ten minste één gemeenschappelijk bedrijfsaspect of als ze fuseren om hieruit een technologisch voordeel te behalen. | Kasstroom/ Activa | ja | Ja |
| Ghosh, 2001 | 315 | 1981 - 1995 | Acquisitieve ondernemingen ervaren een gelijk ROA t.o.v de benchmark. Kasstromen nemen aanzienlijk toe wanneer de overname gedaan wordt met contanten en een daling bij een overname a.d.h.v. een aandelen uitgifte. | ROA | Ja | Ja |
| Linn and Switzer (2001) | 413 | 1967 - 1987 | Analyseren het verschil tussen de ratio van operationele kasstromen ten opzichte van de (gedeeltelijke) marktwaarde van de activa en vinden een significante verbetering van tussen de 1,7% en 2.2%. | Kasstromen /Activa | Ja | Ja |

| | | | | | | |
|-------------------------|-----|-------------|---|---------------------|----|----|
| Heron and Lie (2002) | 859 | 1985 - 1997 | Significante verbeteringen in operationele prestaties, gemeten als EBIT/Sales na een overname, t.o.v. de benchmark. Een verbetering van tussen de 1,6% en 2,8% op mediaan niveau. | EBIT marge | Ja | Ja |
| Fee and Thomas (2004) | 554 | 1990-1997 | Vinden een positief effect van 1,1% op de kasstroom/omzet verhouding van sterk geconcentreerde industrieën. Voor minder sterk geconcentreerde industrieën wordt geen significant effect gevonden. Eenzelfde effect wordt gevonden voor de daling 0,8% van de kostprijs van de goederen. | Kasstroom/ omzet | Ja | Ja |
| Powell and Stark (2005) | 191 | 1985 - 1993 | Significante verbeteringen in operationele prestaties bij overnames in het Verenigd Koninkrijk. Bij een vergelijking met een negatieve marktreactie zal de operationele kasstromen hoger zijn bij acquisitie ondernemingen dan bij niet acquisitie-ondernemingen | Kasstroom | Ja | Ja |

Bijlage IV

Onderstaande tabel is afkomstig uit Bruner, R. F. (2002) – Niet alle artikelen staan tot de beschikking van BCCF:

| Bron en datum | Steekproef grootte | Data Periode | Bevindingen |
|---|--|---|--|
| Johan Bjorksten (1965) (Geciteerd in Lajoux and Weston, 1998) | 5409 fusies in de fabricage sector | 1955-1965 | 17% van de fusies en overnames hadden gefaald op financieel, strategisch of technologisch vlak. |
| McKinsey & Co. (1987) (Geciteerd in Lajoux and Weston, 1998) | 116 ondernemingen | 1972-1983 | 61% van de overnames waren niet in staat om binnen de eerste drie jaar na de overname de vereiste kapitaalkosten terug te verdienen |
| PA Consulting (1996) (Geciteerd in Lajoux and Weston, 1998) | 28 grote overnemers in de banksector | 1982-1988 | 80% van de overnames hebben een negatief effect op de prijs van het aandeel van de overnemende partij. |
| Mercer Management and Business Week, October 1995 (Geciteerd in Lajoux and Weston, 1998) | 150 transacties van \$500 miljoen of groter | 1990-1995 | 17% van de transacties creëerde substantiële rendementen 33% creëerde marginale rendementen 20% erodeerde het rendement 30% substantiële geërodeerde aandeelhouders rendementen. Het totale rendement voor aandeelhouders werd vastgesteld over een periode van 3 jaar. |
| | Vergelijking tussen 248 overnemende partijen die 1045 overgenomen partijen kochten en 96 niet-overnemende ondernemingen. | 1990-1995 | 69% van de niet-overnemende ondernemingen produceerden een rendement dat groter was dan het algemeen rendement van de industrie waarin ze zich bevinden. 58% van overnemende ondernemingen produceerden een rendement dat groter was dan het algemeen rendement van de industrie waarin ze zich bevinden. |
| David Mitchell van Economists Intelligence Unit (1996) (Geciteerd Bruner, 2002) | Onderzoek van uitvoerend bestuursleden in 150 bedrijven. | 1992-1996 | 30% noemde hun fusie "succesvol en voor herhaling vatbaar" 53% waren tevreden, maar niet voor herhaling vatbaar 11% waren niet tevreden 5% vonden het rampzalig |
| Kenneth Smith in research for Mercer Consulting, 1997, en voor Mitchell Madison Group 1998 (Geciteerd in Lajoux and Weston, 1998) | 215 grote overnames van \$500 miljoen of meer. | Vergelijking overnemende partijen in de jaren '80 tegenover transacties in de jaren '90 | 52% van de transacties in de jaren 90 overtroffen de industriestandaarden, in vergelijking met 37% van de transacties in de jaren 80. |
| Michael Mayo, Lehman Bros. (Geciteerd in Lajoux and Weston, 1998) | Zes banken | N.b. | De aandelenprijs van overnemende partijen daalde gemiddeld met 10% binnen de week van aankondiging, maar herstelde helemaal de twee daaropvolgende maanden. |
| KPMG International, Nov. 29, 1999 (Geciteerd in Deogun, 1999) | 700 "van de duurste transacties" | 1996-1998 | 17% van de transacties verhoogde de aandeelhouderswaarde. 53% verlaagde de aandeelhouderswaarde. 30% waren break-even (geen minderwaarde noch meerwaarde) Een interview met 107 uitvoerende bestuursleden onthulde dat 82% dacht dat de transacties "succesvol" waren. |
| Chaudhuri en Tabrizi (1999) | 53 overnames waarvan 24 high-tech bedrijven. | N.v.t. | 11 waren "beschouwd als succesvol bij beiden kanten" 9 waren duidelijke mislukkingen. |

| | | | |
|------------------------------|-----------------------------|-----------|---|
| | | | <p>33 waren break-even of lichtjes positief, maar waren zeker teleurstellend op vlak van ROI.</p> <p>Succesvolle overnemers waren verschillend van onsuccesvolle overnemers op vlak van hun focus op de mogelijkheden.</p> |
| Booz-Allen & Hamilton (2001) | Steekproef niet meegedeeld. | 1997-1998 | <p>53% van alle transacties faalde om het verwachte resultaat te behalen.</p> <p>In het gedeelte van de steekproef waarvan fusies gericht waren op de exploitatie van schaalearconomieën, was het percentage van mislukkingen 45%. Bij fusies met "strategische motivaties" (zoals "nieuwe mogelijkheden" of "een nieuw business model") was het percentage van mislukking 68%.</p> |

Bijlage V

| Artikel | CAR van Gecombineerd-target-bidder | Periode data | Steekproef grootte | Onderscheid | Event Venster (dagen) | Cumulatieve Abnormal return | Significant (op max 5%) |
|-------------------------------------|------------------------------------|--------------|--------------------|----------------|-----------------------|-----------------------------|-------------------------|
| Verticaal vs. horizontaal | | | | | | | |
| Becher, Mulherin, Walkling (2012) | Target firm | 1993-04 | 55 | Verticaal | (-1,+1) | +16,59% | Nee |
| | | | 74 | Horizontaal | (-1,+1) | +10,92% | Nee |
| Becher, Mulherin, Walkling (2012) | Bidder | 1993-04 | 107 | Verticaal | (-1,+1) | -0,69% | Nee |
| | | | 92 | Horizontaal | (-1,+1) | -1,36% | Ja |
| Nationaal vs. Internationaal | | | | | | | |
| Cybo-Ottone, Murgia (2000) | Bidder | 1988-97 | 33 | Nationaal | (-10,0) | +0,19% | Nee |
| | | | 13 | Internationaal | (-10,0) | +2,00% | Nee |
| Cybo-Ottone, Murgia (2000) | Target firm | 1988-97 | 47 | Nationaal | (-10,0) | +14,28% | Nee |
| | | | 14 | Internationaal | (-10,0) | +22,22% | Nee |
| Campa, Hernando (2004) | Target firm | 1998-00 | 262 | Nationaal | (-1,+1) | +3,86% | Ja |
| | | | | | (-30,+30) | +8,57% | Ja |
| | | | | Internationaal | (-1,+1) | +4,08% | Ja |
| | | | | | (-30,+30) | +9,66% | Ja |
| Campa, Hernando (2004) | Bidder | 1998-00 | 262 | Nationaal | (-1,+1) | +0,61% | Nee |
| | | | | | (-30,+30) | +1,15% | Nee |
| | | | | Internationaal | (-1,+1) | +0,05% | Nee |
| | | | | | (-30,+30) | -0,78% | Nee |
| Feito-Ruiz, Menéndez-Requejo (2011) | Bidder | 2002-06 | 248 | Nationaal | (-1,+1) | +0,64% | Ja |
| | | | 221 | Internationaal | (-1,+1) | +1,38% | Ja |
| Cash vs. Stock | | | | | | | |
| Travlos (1987) | Bidder | 1972-81 | 100 | Cash | (-10,+10) | -1,60% | Nee |
| | | | 60 | Stock | (-10,+10) | -0,13% | Nee |
| Franks et al. (1991) | Target | 1975-84 | 156 | Cash | (-5,+5) | +33,78% | Ja |
| | | | 128 | Stock | (-5,+5) | +22,88% | Ja |
| Franks et al. (1991) | Bidder | 1975-84 | 156 | Cash | (-5,+5) | +0,83% | Nee |
| | | | 128 | Stock | (-5,+5) | -3,15% | Ja |

| | | | | | | | |
|---|-------------|---------|------|-----------|---------|---------|-----|
| Kohers, Kohers (2000) | Bidder | 1987-96 | 961 | Cash | (0,+1) | +1,37% | Ja |
| | | | 673 | Stock | (0,+1) | +1,09% | Ja |
| Andrade, Mitchell (2001) | Target | 1973-98 | 4256 | Cash | (-1,+1) | +20,10% | Ja |
| | | | | | (-20,0) | +27,80% | Ja |
| | | | | Stock | (-1,+1) | +13,00% | Ja |
| | | | | | (-20,0) | +20,80% | Ja |
| Andrade, Mitchell (2001) | Bidder | 1973-98 | 4256 | Cash | (-1,+1) | +0,40% | Nee |
| | | | | | (-20,0) | -0,20% | Nee |
| | | | | Stock | (-1,+1) | -1,50% | Ja |
| | | | | | (-20,0) | -6,30% | Nee |
| Leeth, Borg (2002) | Target firm | 1919-30 | 48 | Cash | (-1,0) | +25,27% | Ja |
| | | | 200 | Stock | (-1,0) | +12,61% | Ja |
| Leeth, Borg (2002) | Bidder | 1919-30 | 48 | Cash | (-1,0) | +2,47% | Nee |
| | | | 200 | Stock | (-1,0) | -1,12% | Nee |
| Goergen, Renneboog (2004) | Target firm | 1993-00 | 88 | Cash | (-2,+2) | +13,56% | Ja |
| | | | | (-60,+60) | +28,75% | Ja | |
| | | | 30 | Stock | (-2,+2) | +11,38% | Ja |
| | | | | (-60,+60) | +12,89% | Ja | |
| Goergen, Renneboog (2004) | Bidder | 1993-00 | 86 | Cash | (-2,+2) | +0,90% | Ja |
| | | | | (-60,+60) | -1,44% | Nee | |
| | | | 33 | Stock | (-2,+2) | +2,57% | Ja |
| | | | | (-60,+60) | +2,72% | Nee | |
| Moeller et al. (2004) | Bidder | 1980-01 | 4862 | Cash | (-1,+1) | +1,38% | Ja |
| | | | 2958 | Stock | (-1,+1) | +0,15% | Ja |
| Dong et al. (2006) (geciteerd in Martynova, Renneboog, 2008) | Bidder | 1964-82 | 34 | Cash | (0,+20) | +0,87% | Nee |
| | | | 92 | Stock | (0,+20) | +3,86% | Ja |
| Martynova, Renneboog (2006) (geciteerd in Martynova, Renneboog, 2008) | Target firm | 1993-01 | 405 | Cash | (-5,+5) | +20,17% | Ja |
| | | | 185 | Stock | (-5,+5) | +11,10% | Ja |
| Martynova and Renneboog (2006) (geciteerd in Martynova, Renneboog, 2008) | Bidder | 1993-01 | 754 | Cash | (-5,+5) | +1,03% | Ja |
| | | | 285 | Stock | (-5,+5) | +0,66% | Nee |
| Diversifying vs. related | | | | | | | |
| Morck et al. (1988) (geciteerd | Bidder | 1975-79 | 34 | Related | (-2,+1) | +1,54% | Nee |

| | | | | | | | |
|--|-------------|-----------|---------|---------------|-----------|---------|-----|
| in Martynova, Renneboog, 2008) | | 1980-87 | 57 | Related | (-2,+1) | +2,88% | Nee |
| | | 1975-79 | 120 | Unrelated | (-2,+1) | +0,23% | Nee |
| | | 1980-87 | 115 | Unrelated | (-2,+1) | -4,09% | Ja |
| Maquiera et al. (1998) | Target firm | 1977-96 | 55 | Related | (-40,+40) | +38,08% | Ja |
| | | | 47 | Unrelated | (-40,+40) | +41,65% | Ja |
| Maquiera et al. (1998) | Bidder | 1977-96 | 55 | Related | (-40,+40) | +6,14% | Ja |
| | | | 47 | Unrelated | (-40,+40) | -4,79% | Nee |
| Hubbard and Palia (1999) | Bidder | 1961-70 | 392 | Related | (-5,+5) | +1,62% | Ja |
| | | | | Unrelated | (-5,+5) | +0,24% | Nee |
| Kang et al. (2000) | Bidder | 1977-93 | 104 | Related | (-1,0) | +1,40% | Ja |
| | | | 50 | Unrelated | (-1,0) | +0,80% | Nee |
| Leeth and Borg (2002) | Target firm | 1919-30 | 485 | Related | (-1,0) | +12,87% | Ja |
| | | | 32 | Unrelated | (-1,0) | +73,72% | Ja |
| Leeth and Borg (2002) | Bidder | 1919-30 | 485 | Related | (-1,0) | +0,61% | Nee |
| | | | 32 | Unrelated | (-1,0) | -2,30% | Nee |
| Bae et al. (2002) | Bidder | 1981-97 | 66 | Related | (-5,+5) | +3,90% | Ja |
| | | | 41 | Unrelated | (-5,+5) | +0,67% | Nee |
| Martynova and Renneboog (2006) (geciteerd in Martynova, Renneboog, 2008) | Target firm | 1993-01 | 525 | Related | (-5,+5) | +15,16% | Ja |
| | | | 234 | Unrelated | (-5,+5) | +17,36% | Ja |
| Martynova and Renneboog (2006) (geciteerd in Martynova, Renneboog, 2008) | Bidder | 1993-01 | 754 | Related | (-5,+5) | +0,98% | Ja |
| | | | 285 | Unrelated | (-5,+5) | +0,45% | Nee |
| Industry | | | | | | | |
| Goergen, Renneboog (2004) | Target firm | 1993-00 | 9 | Energy | (-2,+2) | +6,83% | Ja |
| | | | | | (-60,+60) | +21,30% | Ja |
| | | | 49 | Manufacturing | (-2,+2) | +15,16% | Ja |
| | | | | | (-60,+60) | +24,86% | Ja |
| | | | 36 | Services | (-2,+2) | +10,50% | Ja |
| | | | | | (-60,+60) | +27,10% | Ja |
| | | | 23 | Retailer | (-2,+2) | +16,87% | Ja |
| (-60,+60) | +18,22% | Ja | | | | | |
| 19 | Bank | (-2,+2) | +10,06% | Ja | | | |
| | | (-60,+60) | +8,83% | Nee | | | |

| | | | | | | | | |
|--|-------------|---------|-----|---------------|------------|-----------|--------|-----|
| Goergen, Renneboog (2004) | Bidder | 1993-00 | 9 | Energy | (-2,+2) | -0,83% | Nee | |
| | | | | | | (-60,+60) | +7,64% | Nee |
| | | | 63 | Manufacturing | (-2,+2) | +2,92% | Ja | |
| | | | | | | (-60,+60) | -1,66% | Nee |
| | | | 28 | Services | (-2,+2) | -2,19% | Ja | |
| | | | | | | (-60,+60) | +2,90% | Nee |
| | | | 20 | Retailer | (-2,+2) | +2,19% | Ja | |
| | | | | | | (-60,+60) | +5,37% | Nee |
| | | | 22 | Bank | (-2,+2) | -0,15% | Nee | |
| | | | | | (-60,+60) | -8,95% | Nee | |
| Hostile vs Friendly | | | | | | | | |
| Franks et al. (1991) | Target firm | 1975-84 | 101 | Hostile | (-5,+5) | +35,32% | Ja | |
| | | | 298 | Friendly | (-5,+5) | +25,58% | Ja | |
| Franks et al. (1991) | Bidder | 1975-84 | 101 | Hostile | (-5,+5) | -3,54 | Nee | |
| | | | 298 | Friendly | (-5,+5) | -0,17% | Nee | |
| Servaes (1991) | Target firm | 1972-87 | 125 | Hostile | (0, close) | +31,77% | Ja | |
| | | | 577 | Friendly | (0, close) | +21,89% | Ja | |
| Servaes (1991) | Bidder | 1972-87 | 77 | Hostile | (0, close) | -4,71% | Nee | |
| | | | 307 | Friendly | (0, close) | -0,16% | Nee | |
| Franks and Mayer (1996) | Target firm | 1985-86 | 32 | Hostile | (0,+20) | +29,76% | Ja | |
| | | | 34 | Friendly | (0,+20) | +18,44% | Ja | |
| Goergen and Renneboog (2004) | Target firm | 1993-01 | 28 | Hostile | (-2,+2) | +17,95% | Ja | |
| | | | 53 | Friendly | (-2,+2) | +11,33% | Ja | |
| Goergen and Renneboog (2004) | Bidder | 1993-01 | 32 | Hostile | (-2,+2) | -3,43% | Ja | |
| | | | 55 | Friendly | (-2,+2) | +1,94% | Ja | |
| Martynova and Renneboog (2006) (geciteerd in Martynova, Renneboog, 2008) | Target firm | 1993-01 | 123 | Hostile | (-5,+5) | +22,36% | Ja | |
| | | | 380 | Friendly | (-5,+5) | +20,19% | Ja | |
| Martynova and Renneboog (2006) (geciteerd in Martynova, Renneboog, 2008) | Bidder | 1993-01 | 120 | Hostile | (-5,+5) | -0,18% | Nee | |
| | | | 329 | Friendly | (-5,+5) | -0,29% | Nee | |
| Public vs Private | | | | | | | | |
| Chang (1998) | Bidder | 1981-92 | 101 | Pub-cash | (-1,0) | -0,02% | Nee | |
| | | | 154 | Pub-stock | (-1,0) | -2,46% | Ja | |

| | | | | | | | |
|--------------------------|--------|---------|------|------------|---------|--------|-----|
| | | | 131 | Priv-cash | (-1,0) | +0,09% | Nee |
| | | | 150 | Priv-stock | (-1,0) | +2,64% | Ja |
| Fuller et al. (2002) | Bidder | 1990-00 | 456 | Public | (-2,+2) | -1,00% | Ja |
| | | | 2060 | Private | (-2,+2) | +2,08% | Ja |
| Moeller et al. (2004) | Bidder | 1980-01 | 2642 | Public | (-1,+1) | -1,02% | Ja |
| | | | 5583 | Private | (-1,+1) | +1,50% | Ja |
| Faccio, Stolin (2006) | Bidder | 1996-01 | 735 | Public | (-2,+2) | -0,38% | Nee |
| | | | 3694 | Private | (-2,+2) | +1,48% | Ja |