



Enkele opmerkingen over marktwerking, ondernemingsgedrag en efficiëntie

Professor Hans Schenk DHb MBA

Inleiding, Limburgse Afvalconferentie
Domani, Venlo, 11 juni 2009

© H.Schenk, 2009



Brede agenda

- Effecten privatisering
- Effecten deregulering
- Opbrengsten van schaalvergroting
- Ratio van fusies en overnames
- Rol aandeelhouderscommissies
- 'Private Equity'
- Contracten met Essent



Nu

- Enkele opmerkingen over
 - Resultaten van fusies en acquisities
 - Achtergrond van fusies en acquisities
- Enkele opmerkingen over
 - Achtergrond privatisering
 - Resultaten van privatisering
- Kern van wetenschappelijk onderzoek



Methodologie wetenschappelijk fusieonderzoek

- Aandeelhouderswaarde-analyse
 - Effect van **steekproef** fusies op de aandelenkoers van bieders en doelwitten
 - **Ná controle** voor verwachte (normale) koersbeweging
 - D.w.z. door vergelijking van koers steekproef met ‘benchmark’-koers (berekend op basis van CAPM of een markt model waarin ondernemingen met vergelijkbaar risico of ‘alle’ andere ondernemingen zijn meegenomen)
 - Onder vooronderstelling van sterke tot minder sterke marktefficiëntie (‘window’)
- Reële-waardeanalyse
 - Effect van **steekproef** fusies op financiële en andere indicatoren (doorgaans uit de jaarrekening, bijv. EBITDA, winst/verkoop, arbeidsproductiviteit; R&D uitgaven)
 - Effect van **steekproef** fusies op extern observeerbare indicatoren (marktaandeel; toegewezen patenten)
 - **Ná controle** voor verwachte (normale) waardeontwikkeling
 - D.w.z. door vergelijking met een naar omvang, sector, leeftijd vergelijkbare steekproef

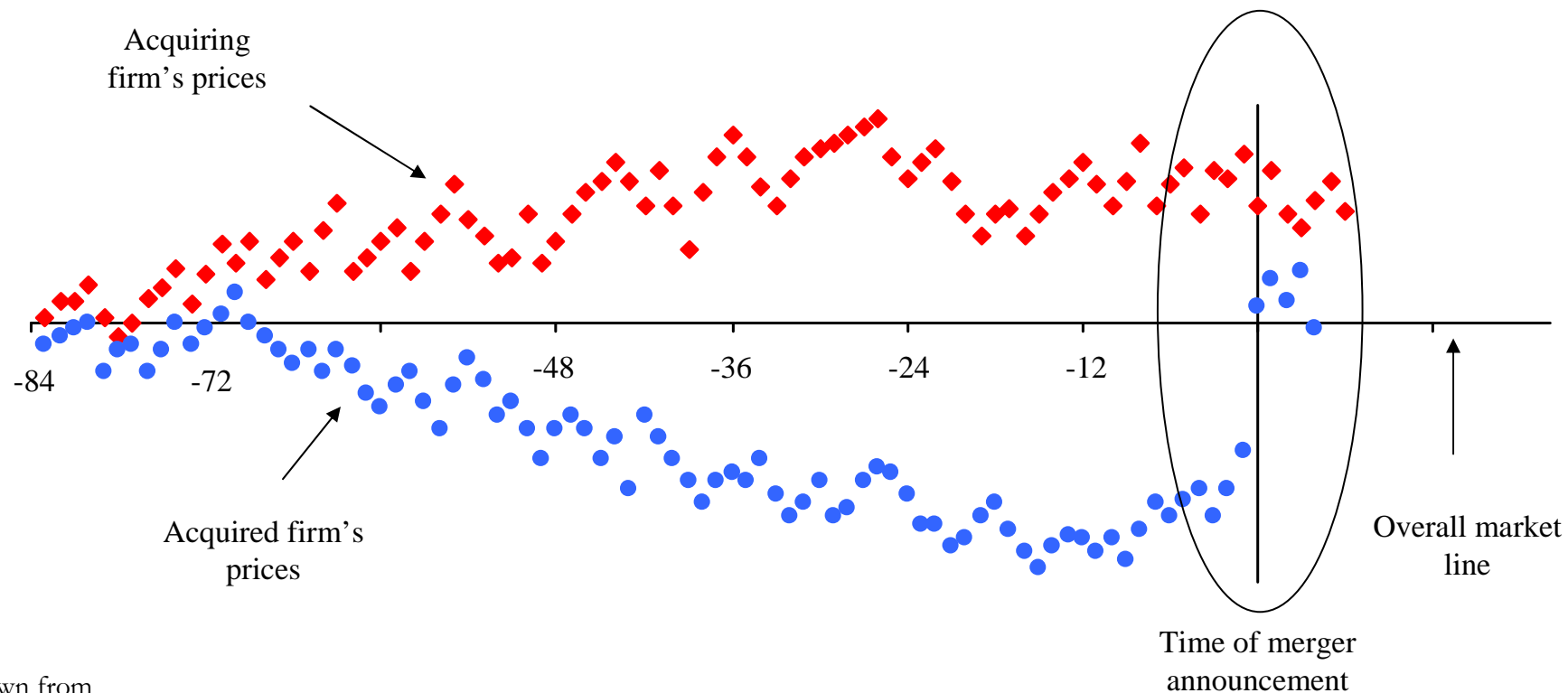


Resultaten van F&A

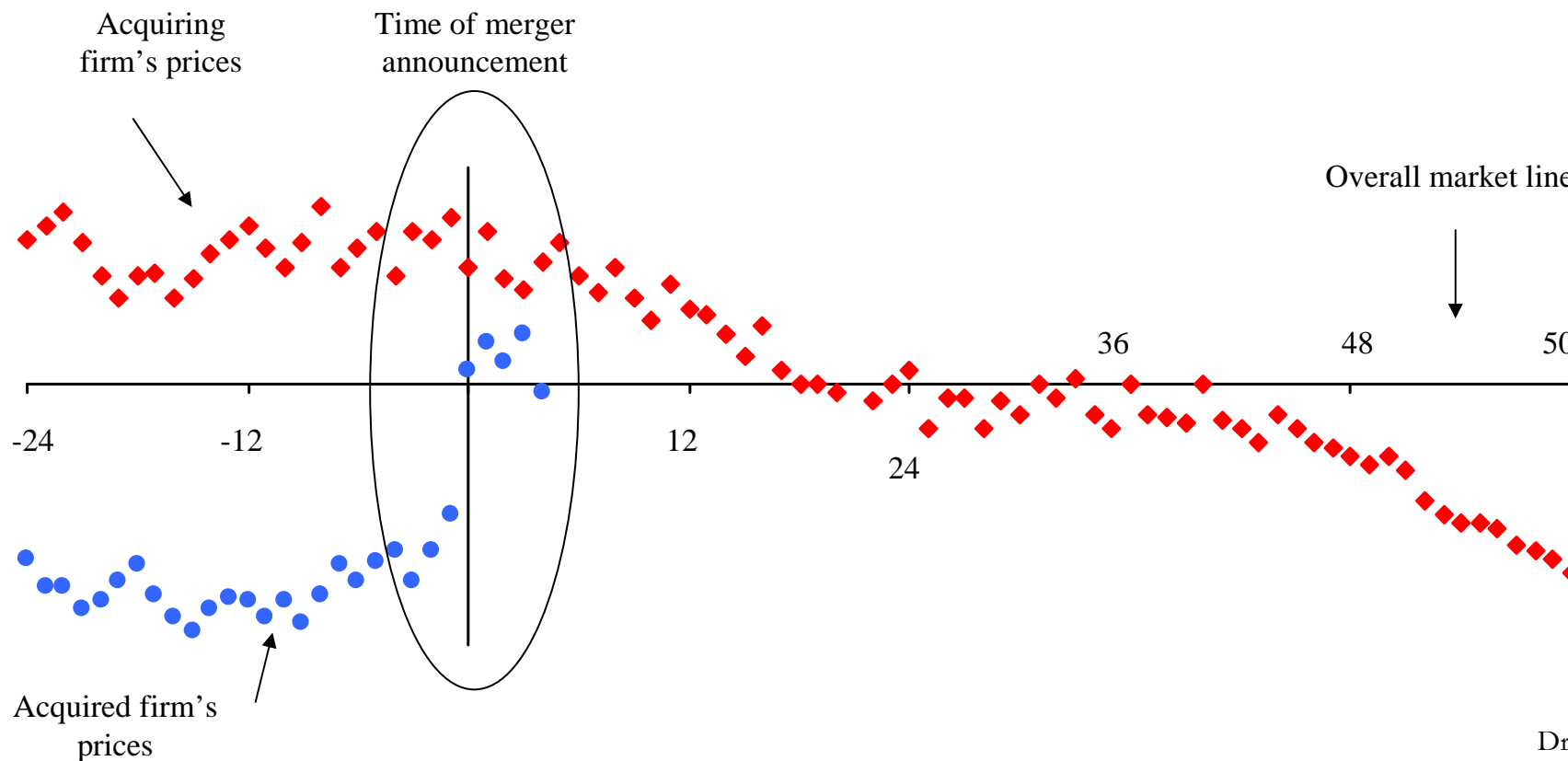
(gebaseerd op 25000 F&As)

- Aandeelhouderswaardemarge (CAR) steekproef overnemende partijen blijft rond 'event' ongeveer gelijk, neemt op termijn sterk af (ca. -15/20 % na 3 jaar)
- 65-85% van F&As genereert geen economische waarde (*totale* aandeelhouderswaarde, dus inclusief doelwit, negatief)
- EBITDA steekproef overnemende partijen blijft achter bij controlegroep
- Groeivoet marktaandeel steekproef overnemende partijen neemt af; nominale marktaandeel steekproef doelwitondernemingen neemt af
- Productiviteitsgroei steekproef overnemende partijen blijft achter
- R&D investeringen én patentregistraties steekproef overnemende partijen blijven achter

Typical normalised weekly stock price movements



Typical normalised weekly stock price movements

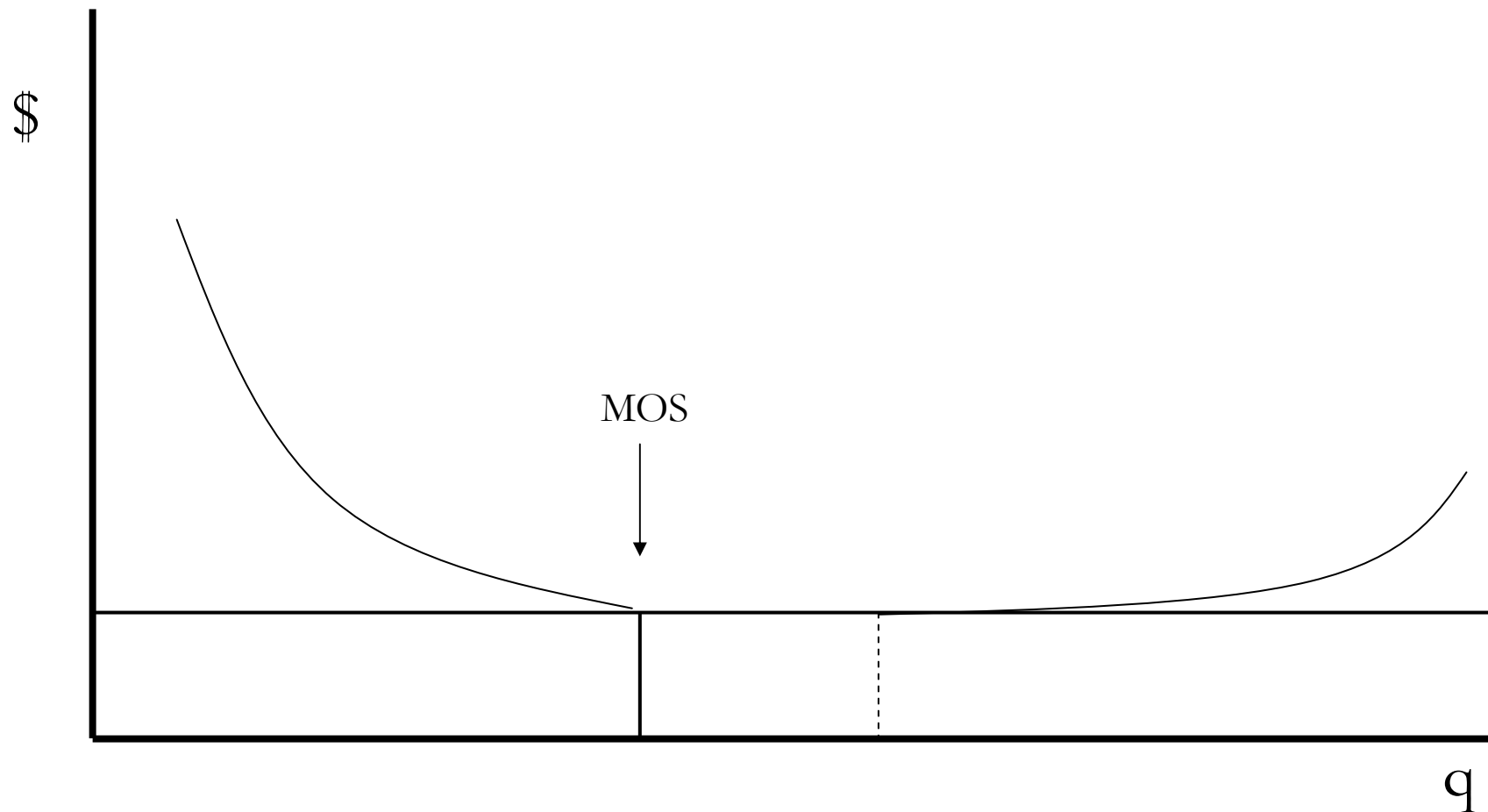




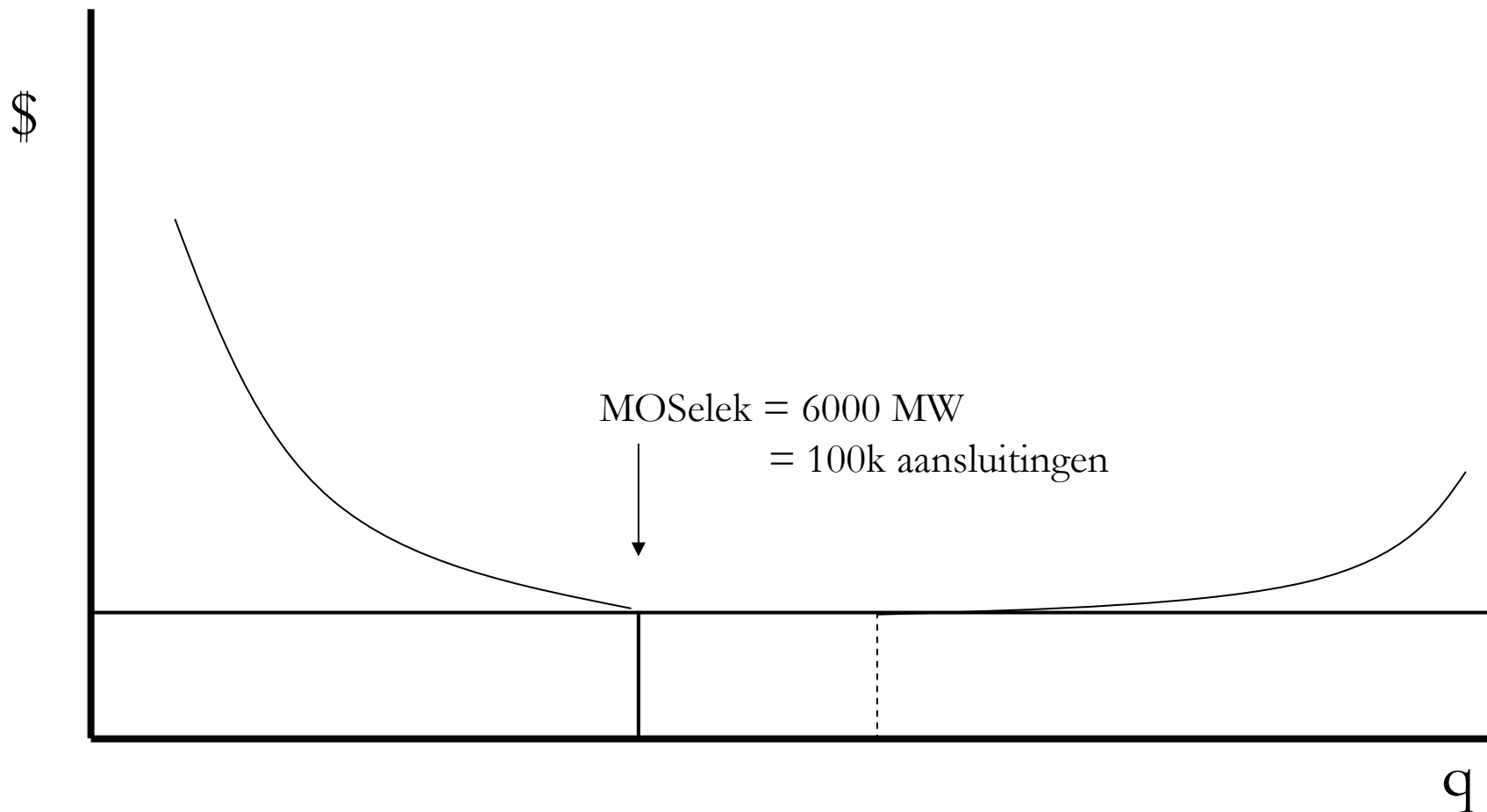
Faalindicators F&A

- Omvang overnemende partij (hoe groter, hoe slechter de prestaties)
- Vennootschapsvorm van het doelwit (overnames van niet aan de beurs genoteerde—kleinere—partijen komen relatief goed uit de bus)
- Diversificatiegraad fusieproduct (conglomeraten presteren het slechtst)
- Bid price—market price spread (BPMPS): indien deze $> 10\%$ dan geen positief resultaat
- ‘Overcommitment’:
 - Hangt positief samen met mate van persoonlijke geïnvolveerdheid CEO
 - Hangt positief samen met het aantal (mogelijke) gegadigden
 - Hangt positief samen met media-aandacht

De Lange Termijn Gemiddelde Kosten Curve



De Lange Termijn Gemiddelde Kosten Curve





Wat is er nu aan de hand?



Washington consensus ('1989')

- Geloof in vrije markten
- Doel economische groei
- Middelen:
 - Besparingen op overheidsuitgaven
 - Privatisering van overheidsdiensten
 - Privatisering van publieke activa
 - Deregulering van markten



Particuliere denktanks

(IEA; CPS; Rand; Enron; AEI)

- Hebben consumenten voorgehouden dat
 - Prijzen omlaag zouden gaan
 - De dienstverlening zou verbeteren
 - Dat men keuzemogelijkheden zou krijgen
- Hebben overheden voorgehouden dat
 - Begrotingstekorten kleiner zouden worden
 - Verantwoordelijkheid voor steeds complexere en kapitaalintensieve sectoren kon afnemen
- Met succes: massale, wereldwijde, overgang van publieke nutsactiva in privé eigendom



Anti-Washington

- Geloof in vrije markten = simplistisch, afgeleid van eigen belang en gebrekkige ('neoklassieke) economische wetenschap
 - Volledige informatie
 - Perfecte rationaliteit
 - Atomistische marktstructuren
- Electriciteit: 100 jaar ervaring met publieke voorziening
 - Geen evidentie van hogere kosten, ondanks véél grotere werkgelegenheid
 - Wel evidentie van lagere prijzen
 - Geen evidentie van gebrek aan innovatie



Anti-Washington

- Grootschalige privatiseringen hebben juist veel problemen gecreëerd (Brazilië, Californië, Auckland)
- Enron modelvoorbeeld
- Financiële markten ?!



Financiële markten en neoklassieke theorie

- Verregaande deregulering
- Big Bang (Londen); Glass-Steagall (USA)
- Vermenging financiële en verzekeringsproducten; spaar- en investeringsbanken
- Afschaffing beschermingsconstructies (Bolkestein)
- Feitelijke ontmanteling concentratietoezicht (Brussel; NMa)
- Principaal-agentdenken: bonuscultuur



Wat is er nu aan de hand?

- Vrije markten bieden veel ruimte voor opportunisme en speculatie
- Vrije markten bieden veel ruimte voor kleine aantallen winnaars
- Vrije markten bieden veel ruimte om kosten af te schuiven op anderen
- Vrije markten moeten steeds weer uit de penarie gehaald worden door de belastingbetaler ... of het nu om mislukte fusies gaat of om mislukte hypotheeksecuritisaties



De herstructureringscarrousel

- | | |
|---------------|---|
| Fase 1 | Preliminare Fase
Bloeiende economie zorgt voor het beschikbaar zijn van voldoende financiële middelen (cash; beurswaarde; leenvermogen) |
| Fase 2 | Alarmfase
Een enkele opvallende fusie ontsteekt het spel |
| Fase 3 | Reactieve Fase
Minimax-spijt en defensieve routines leiden tot een fusie-explosie |
| Fase 4 | Verzadigingsfase
De fusiegolf zwakt af als gevolg van gebrek aan brandstof (geen waardeinstijgingen); doelwitten worden steeds duurder |
| Fase 5 | Herstelfase
Fusiewonden worden gelikt: heroriëntatie en herstructureringen zijn nodig (desinvesteringen, ontslagen; Private Equity) |
| Fase 6 | Normalisatiefase
De vijver met doelwitten wordt weer gevuld |



Het totale plaatje

- Surpluswinsten op zoek naar winstgevende projecten
- Opkomst neoclassieke MCC annex principaal-agenttheorie leert dat beschermingsconstructies fout zijn—**waardoor bedrijven worden aangemoedigd tot acquisities**
- Opkomst neoklassieke microeconomie leert dat het algemene belang ondergeschikt moet worden gemaakt aan het consumentenbelang, waardoor angel uit concentratietoezicht wordt gehaald—**waardoor bedrijven worden aangemoedigd tot acquisities**
- Opkomst marktdenken moedigt ook financiële deregulering aan—**waardoor allerlei zeer risicovolle producten worden gecreëerd**
- Opkomst neoclassieke principaal-agenttheorie steekt loftrompet over bonuscultuur, beloning in aandelen en opties—**waardoor ook inkoop van eigen aandelen wordt aangemoedigd en de beurs wordt uitgehold** (\$ 350 bn net)
- Surpluswinsten vonden een uitweg in allerlei speculatieve projecten: economisch nutteloze acquisities en risicovolle securitisaties