



Meerwaarde komt niet vanzelf

Prof. dr. Hans Schenk MBA
Universiteit Utrecht
E.J.J.Schenk@uu.nl
+31651809094

Lezing voor het Jaarcongres van de Koninklijke NVRD
I Am Hotel, Schiphol
30 mei 2013

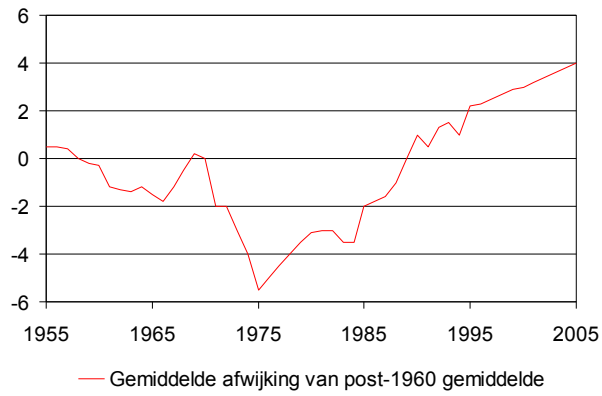
© H.Schenk, 2013



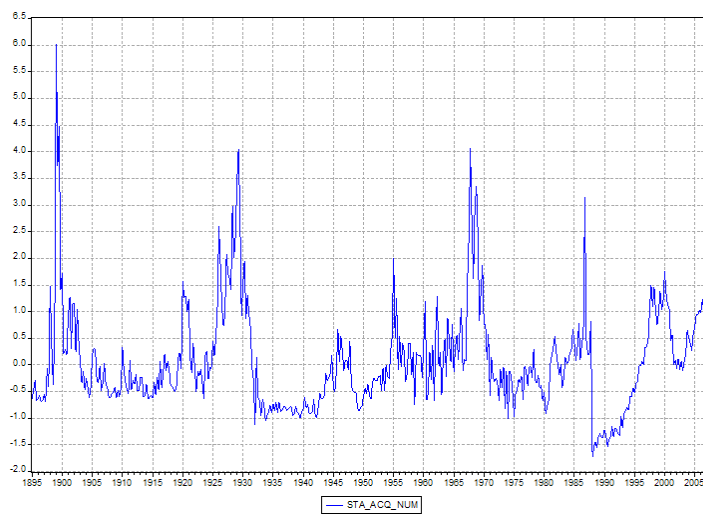
The Great Depression

- Toenemend winstaandeel in BNP
 - Toenemende omvang bankdeposito's
 - Netto afname investeringen in duurzame productiemiddelen
 - Explosieve toename aantallen overnames
 - Groeiende vermogens geïnvesteerd in overnames, waardepapier en vastgoed
- Financialisering van de economie
- Speculatie op toekomstige 'winsten'

Winsttaandeel in 20 OESO landen



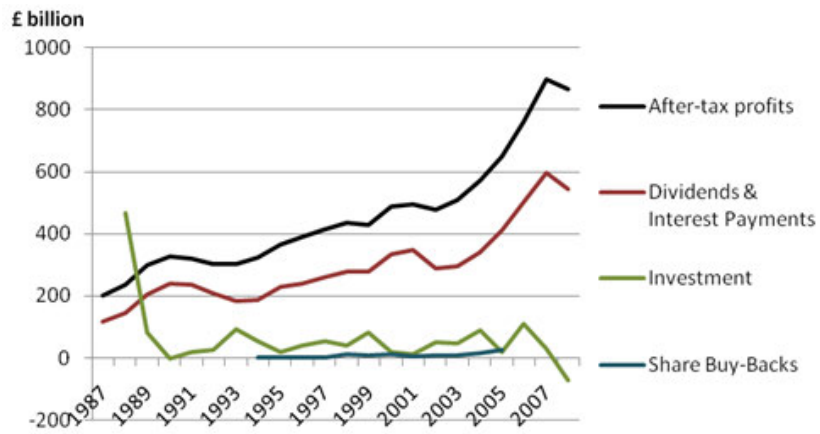
Spliced and Normalized M&A Series for the United States



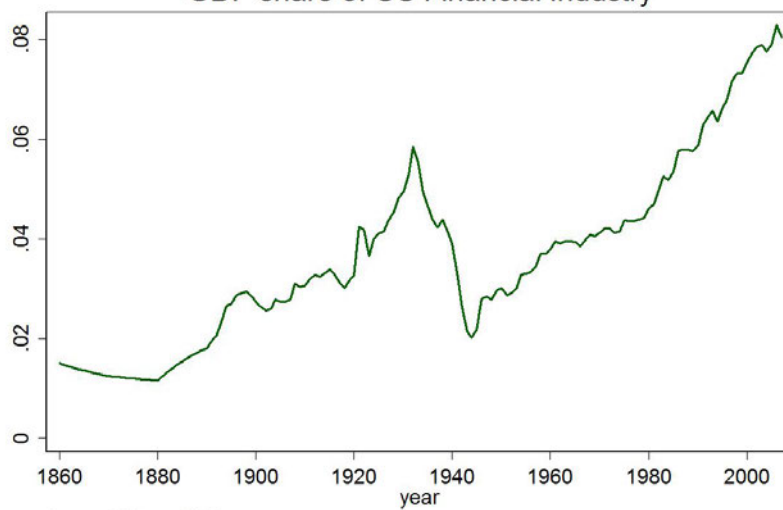
Data for 1895-1987 comes from "Merger Waves and the Structure of Merger and Acquisition Time-Series", Town, 1992, while 1988-2007 are based on Thomson ONE Banker database and Town's method of normalization.

Financialisering

(UK NFCs+FCs)



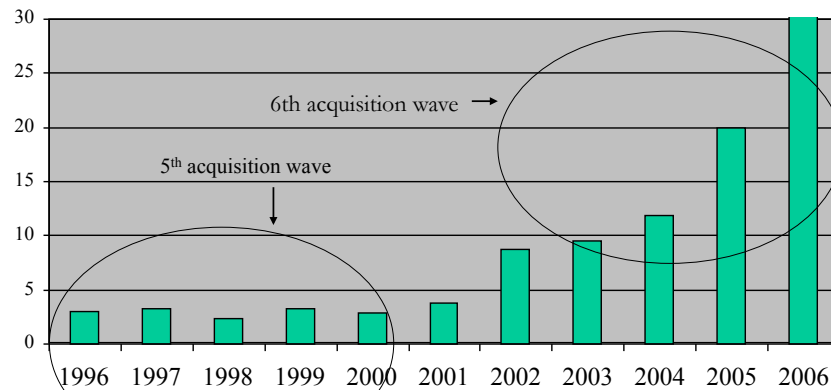
GDP share of US Financial Industry



Source: Philippon, 2008

Value of private equity leveraged buy outs as % of total value of M&A's in US and EU

Source: calculated from Datastream



‘Meerwaarde’ van fusies en overnames

1. ‘Bruto’ 250.000 (vooral grote) overnames onderzocht (‘netto’ 25.000): robuuste resultaten (LBOs speciaal geval)
2. Het verschijnsel *als geheel* vernietigt aandeelhouderswaarde en tast productiviteit aan: positieve gevallen kunnen verliezen negatieve gevallen niet compenseren
3. 15 % ramp; 15 % succes; 70 % verspilling
4. Macro-economisch effect: -1 à -2 % GDP
5. Alle overnamegolven eindigden in recessie of erger
6. Vrijwel geen statistisch significante succesindicatoren: het toeval speelt (kennelijk) een grote rol



'Meerwaarde' van Private Equity/LBOs

- LBO = Leveraged Buy-out: overnames die worden gefinancierd met zeer veel schuld en heel weinig eigen vermogen
- Schulden aangegaan door overnamevehikel 'Newco', daarmee op de balans van doelwit
- Maakt transacties kwetsbaar voor tegenvallende economische ontwikkeling
- Legt strakke financiële discipline op aan 'Newco' annex doelwit
- Leidt tot achterblijven langetermijninvesteringen (R&D)
- Leidt tot 3,5 x hogere kans op faillissement



Van 'boom' naar 'bust'

Winsten > Investeringsbehoeften

Speculatieverleiding: overnames, LBO's, financiële innovaties (derivaten)

Piramideinvesteringen: opeenstapeling schulden; grootschalig gebruik SPVs

Ineenstortende rendementen financiële instellingen, banken

Plotselinge stapeling ongedekte verplichtingen (schulden) bij retailbanken

Grootschalige borging ongedekte schulden door overheden ('bail outs')

Derailering overheidsfinanciën

Bezuinigingen

Doorwerking in reële economie



Beleid na Grote Depressie

- Banking Act 1933/Glass-Steagall Act:
 - Introductie depositogarantiestelsel
 - Verbod op handel in waardepapier waarvan de uitgifte eerder was gegarandeerd door bank
 - Verbod op ‘Universal Banking’ vanwege ‘conflict of interest’ tussen ‘commercial banking’ en ‘investment banking’
- Infrastructurele overheidsinvesteringen



Beleid na Thatcher/Reagan: 1980-2005

- Big Bang in Londen: fusies van brokers/market makers/underwriters toegestaan
- Off-shore banking USA
- Intrekking Glass-Steagall (via Gramm–Leach–Bliley uit 1999)
- Bazel II: risicoweging, ‘eigen modellen’, lage CAR
- MCR/Concentratietoezicht in EU (1989) en NL (1997)
- Aandeelhouderskapitalisme i.p.v. Rijnlands kapitalisme: TD/OR in EU (2004), governance codes

Is er hoop? Nee

- Vrijmaking overnamemarkt staat nog steeds op agenda Europese Commissie (13e Richtlijn van Bolkestein uit 2004)
- Overheden hebben op grootschalige wijze de speculatieverliezen voor hun rekening genomen, zonder deze te declareren bij de 'schuldigen'
- De 'schuldigen' schreeuwen moord en brand bij aantasting privileges (bonussen, belastingparadijzen)
- Bazel III handhaaft risicoweging en netting derivatenposities
- Ontmanteling concentratietoezicht (EC en NMa), in gang gezet in 1989 resp. 1997, blijft gehandhaafd

Is er hoop? Ja

- Economische wetenschap enigszins tot bezinning gekomen (zelfs George Soros: INET)
- Doorbreken link 'commercial' en 'investment banking' bepleit d.m.v. 'ringfencing' (Liikanen; Wijffels?)
- Bedrijven gaan steeds meer over tot invoering van MVO/CSR
- Steeds meer investeerders (verzekeraars, banken) ondertekenen 'responsible investment rules' (UNEP: PRI)
- Reële economie wint weer aan aandacht (Topsectorenbeleid)
- Verzekeringspremie op derivatenposities ('Tobin tax') in discussie



Meerwaarde moet geschapen worden

- Lessen uit het verleden: banken/concentratie/LBO/infra
- Herintroduceer 'Glass-Steagall', splitsing universele banken, underwriting naar investeringsbanken
- Bevorder governancepluriformiteit in bankenlandschap en 'full reserve banking' in deelsectoren (SNS; ABN Amro)
- Hervorm concentratietoezicht (EC, Nma), beschermingsconstructies
- Zet passief/aanpassend beleid om in actief/strategisch beleid → Topinfrastructuurbeleid
 - Energieakkoord SER



Meerwaarde moet geschapen worden

- Lessen uit het verleden: banken/concentratie/LBO/infra
- Herintroduceer 'Glass-Steagall', splitsing universele banken, underwriting naar investeringsbanken
- Bevorder governancepluriformiteit in bankenlandschap en 'full reserve banking' in deelsectoren (SNS; ABN Amro)
- Hervorm concentratietoezicht (EC, Nma), beschermingsconstructies
- Zet passief/aanpassend beleid om in actief/strategisch beleid → Topinfrastructuurbeleid
 - Energieakkoord SER
 - Afvalakkoord NVRD?