

Een macro-economische analyse van fusies en overnames

Fusies en overnames kunnen via mutaties in de opbrengstvoeten en de bestedingen een negatieve invloed hebben op economische variabelen. Deze conclusie staat in schril contrast met de overtuiging waarmee veelal de positieve effecten worden benadrukt.

Uit het recent verschenen jaaroverzicht over 1990 van KPMG komt naar voren dat wereldwijd de grensoverschrijdende fusies en overnames zowel naar aantal als naar waarde sterk teruglopen. In vergelijking met 1989 is sprake van een daling van 13% (waarde), met name geconcentreerd in de tweede helft van het afgelopen jaar (in het vierde kwartaal van 1990 is zelfs sprake van een vermindering met 32% ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder)¹. Voor 1991 voorspelt KPMG een soortgelijke negatieve ontwikkeling. Hiermee lijkt een einde te komen aan de fusiegolf van de jaren tachtig, de vierde van deze eeuw, die evenzeer heeft geleid tot een grote hoeveelheid publikaties ter verklaring van dit fenomeen. Het is nog te vroeg om te concluderen dat het aantal publikaties de komende tijd eveneens zal afnemen, te meer daar de publikatiedrift nog nauwelijks tot enige consensus over zowel het bedrijfs-economische als het maatschappelijke nut van fusies en acquisities heeft geleid.

Recentelijk heeft Moerland in dit blad een interessante beschouwing gewijd aan de welvaartsparadox van fusies en overnames². Hiermee wordt bedoeld dat de twee deelgebieden van de economische wetenschap die fusies en overnames tot object van studie rekenen, tegenstrijdige conclusies bevatten over de maatschappelijke wenselijkheid ervan. De financiële economie beziet fusies en overnames als welvaartsverhogend, de theorie van de industriële organisatie concludeert het tegendeel.

In het licht van deze status quo is het interessant te bezien in hoeverre andere sub-disciplines binnen de economie een zinvolle bijdrage aan het debat over de maatschappelijke wenselijkheid van fusies en overnames kunnen leveren. Op

grond van de volgende argumentatie menen wij dat de macro-economische theorie hiertoe de mogelijkheid biedt³. Bij een micro-economische analyse van de welvaartseffecten van economische transacties is het gebruikelijk vooral te kijken naar de gevolgen voor participanten in deze transacties. Ook de analyse van Moerland is met name gericht op de financiële gevolgen voor de aandeelhouders van de bij de fusie of overname betrokken ondernemingen. De economische positie van anderen, niet direct betrokkenen, is echter evenzeer in het geding. Het ligt voor de hand hierbij bij voorbeeld aan leveranciers en werknemers te denken⁴, maar ook in ruimer verband is het zeer wel denkbaar dat de welvaartseffecten van fusies en overnames meer omvatten dan alleen de financiële gevolgen voor de participanten in het overnamespel. Het gaat dan vooral om de mogelijke (de)stabiliserende invloed van de fusiegolf op de vermogensmarkt en de wisselwerking tussen de fusiegolf als geheel en het investeringsniveau in de economie⁵. Mogelijk is er in dit verband zelfs sprake van een extern effect, zoals in het navolgende zal worden geïllustreerd. Ter ondersteuning van onze argumentatie kan ook nog worden verwezen naar de analyse van KPMG van de ingezette negatieve ontwikkeling. Het zijn in deze visie vooral de onzekere internationale politieke situatie van het moment en de minder optimistische economische groeiperspectieven voor de wat langere termijn die managers doen besluiten te kiezen voor zekerheid en consolidatie van de huidige marktposities. Het is de bedoeling van dit artikel de contouren van een macro-economische analyse van fusies en overnames te beschrijven.

Macro-economische effecten
Evenals bij de moderne financiële economie gaat het bij de macro-economische analyse over de financiële afwikkeling van fusies en overnames en niet over de bedrijfsmatige aspecten (schaalvoordelen, vervanging van slecht functionerend management). Het spreekt vanzelf dat bij de beoordeling van de welvaartsimplicaties van fusies en overnames alle aspecten in de beschouwing moeten worden betrokken. Vanuit een macro-economisch perspectief zijn fusies en overnames slechts transacties op de kapitaalmarkt waarbij reeds bestaande activa van eigenaar wisselen. Voor de overnemende onderneming betekent een fusie of overname een investering omdat de productiecapaciteit toeneemt. Voor de overgenomen partij is om dezelfde reden sprake van een desinvestering. Macro-economisch gezien vallen investering en desinvestering tegen elkaar weg. Een zelfde redenering gaat op voor het financiële vermogen. Op micro-economisch niveau kan het vermogen van aandeelhouders van overgenomen ondernemingen toenemen maar dit betekent niet noodzakelijk dat het totale vermogen eveneens toeneemt. Zo is in het geval van een met nieuw vreemd vermogen gefinancierde overname de schuldemissie wel een macro-economische 'investering'

1. KPMG, *Deal watch survey*, Amsterdam, 1990.

2. P.W. Moerland, De welvaartsparadox van fusies en overnames, *ESB*, 14 november 1990, blz. 1071-1074.

3. De keuze van de macro-economie wekt wellicht verwondering. Herhaaldelijk wordt echter gewezen op het nut van een kruisbestuiving tussen de macro-economie en de leer van de industriële organisatie. Zie bij voorbeeld, *The theory and facts of how markets clear: is industrial organisation valuable for understanding macroeconomics*, in: R. Schmalensee en R.D. Willig (red.), *Handbook of industrial organisation*, Amsterdam, 1989.

4. A. Shleifer en L.H. Summers, *Breach of trust in hostile takeovers*, NBER Working Paper, nr. 2342, 1987 spreken in dit verband van 'stakeholders'.

5. Friedman vermeldt bij voorbeeld dat gedurende de periode 1984-1989 de waardedaling van reeds geplaatst aandelenkapitaal door herstructureringsactiviteiten, waaronder fusies en overnames, de emissie van nieuwe aandelen overtrof met een bedrag van \$ 575 mrd. Het zal duidelijk zijn dat in een dergelijke situaties fusies en overnames ook macro-economische implicaties kunnen hebben. B.J. Friedman, *Views on the likelihood of financial crises*, NBER Working Paper, nr. 3407, 1990.

maar de overname zelf niet. Alleen bij de creatie van financiële en/of reële activa is er sprake van macro-economische investeringen.

Arbitragewinst en rendement

Binnen het bovenstaande raamwerk kunnen fusies en overnames op drie manieren het investeringsniveau in de economie beïnvloeden. In de eerste plaats hebben fusies en overnames gevolgen voor de opbrengstvoeten van de financiële activa. Hiervan zijn de mogelijke effecten op het investeringsniveau recentelijk geanalyseerd door Krohn⁶. In de door Krohn geschetste Ausgangssituatie treedt er een plotselinge stijging van het verwachte reële aandelenrendement op. De individuele belegger zal hierop anticiperen door mutaties in de portefeuille financiële activa. Zo ontstaat bij voorbeeld de mogelijkheid om arbitragewinsten te behalen door met geleend vermogen, bestaande kapitaalgoederen te kopen. Een dergelijke handeling kan worden beschouwd als de gestileerde weergave van een met vreemd vermogen gefinancierde overname. Hierdoor veranderen de schaars-teverhoudingen op alle financiële markten. De substitutie van schuld voor aandelen resulteert in een opwaartse druk op de interest en een neerwaartse druk op het aandelenrendement. Ingeval de optimistische rendementsverwachtingen ook daadwerkelijk worden gerealiseerd, zal er van deze mutaties een evenwichtsherstellende werking uitgaan. In het uiteindelijke portefeuille-evenwicht kan de beurswaarde van de ondernemingen zowel zijn toegenomen als afgenomen. Dit is afhankelijk van de mate waarin de belegger de verschillende activa als alternatieve beleggingsmogelijkheden beschouwd. Een stijging van de beurswaarde van de ondernemingen ten opzichte van de aanschaffingsprijs van vaste kapitaalgoederen maakt het winstgevend om nieuw geproduceerde kapitaalgoederen te kopen in plaats van reeds bestaande kapitaalgoederen. In geval van een daling is er sprake van een negatief effect op de investeringen en de economische groei.

Stabiliteit financiële sector

Een tweede (indirect) effect van fusies en overnames is gelegen in het feit dat de financiering van fusies en overnames een destabiliserende invloed kan hebben op de aandelenmarkt en derhalve op de gehele financiële sector. De koersdaling in

oktober 1989 bij voorbeeld werd mede veroorzaakt doordat beleggers geen vertrouwen meer hadden in met schuld gefinancierde overnames. Momenteel wordt er in de VS veel aandacht besteed aan de wijze waarop de fusiegolf van de jaren tachtig de stabiliteit van de financiële sector negatief heeft beïnvloed en aan de mogelijke macro-economische implicaties hiervan. De fusie- en overnamegolf van de jaren tachtig heeft aldaar ingrijpende gevolgen gehad voor de financiële verhoudingen in het Amerikaanse bedrijfsleven⁷. Zo is het netto vermogen van het bedrijfsleven (exclusief financiële sector) in de jaren tachtig met 25% gedaald en bedraagt de 'interest coverage' (interestbetalingen in verhouding tot de gegenereerde 'cash flow') momenteel 0,6 tegen 0,33 in de jaren zeventig. De zorg omtrent de financiële stabiliteit heeft onder meer geleid tot een herleefde belangstelling voor de ideeën van Minsky⁸. In zijn analyse neemt de waarschijnlijkheid van een financiële crisis toe naarmate de herinnering van de voorgaande crisis zwakker wordt. De speculatieve financiering van investeringen, zoals fusies en overnames, neemt toe en leidt tot een algehele stijging van interestvoeten en/of afnemend vertrouwen in de houdbaarheid van kredietarrangementen. Een betrekkelijk geringe schok kan dan op een zeker moment al grote gevolgen hebben in de financiële sector.

Bestedingseffecten

In de derde plaats kunnen fusies en overnames ook directe bestedingseffecten (dus niet via de opbrengstvoeten van de verschillende financiële activa) hebben. Deze mogelijkheid ontstaat doordat het reële (nationale) inkomen bij de bovenstaande analyse van fusies en overnames als gegeven wordt beschouwd⁹. Vanzelfsprekend is dit een correcte veronderstelling bij de analyse van een individuele fusie of overname. In het geval van de analyse van de totale fusie- en overname-activiteit ligt een dergelijke vooronderstelling beduidend minder voor de hand. Enerzijds heeft de aankoop van bestaande activa geen invloed op de geaggregeerde vraag naar goederen van ondernemingen, terwijl het alternatief, capaciteitsuitbreiding door investeringen, de vraag naar goederen juist stimuleert. Anderzijds heeft de toename van het vermogen van aandeelhouders (door de bij de fusies

en overnames betaalde premies) alleen dan geen bestedingseffecten voor de gehele economie indien het extra vermogen in zijn geheel wordt aangewend voor nieuw geproduceerde consumptie- of investeringsgoederen. Wordt de vermogenstoename daarentegen wederom aangewend voor de aankoop van reeds bestaande activa dan neemt de totale vraag naar goederen af. Alleen indien wordt verondersteld dat de met de fusie en overname gepaard gaande veranderingen in de eigendomsverhoudingen en de corresponderende veranderingen in het vermogen leiden tot een equivalente, gelijkgerichte verandering in de bestedingen zal een bestedingslek niet optreden. Dit laatste is in tegenspraak met de uitkomsten van empirisch onderzoek waaruit blijkt dat het effect van vermogensmutaties op de bestedingen nagenoeg te verwaarlozen is¹⁰.

Externe effecten

Op grond van het bovenstaande kan volgens ons worden geconcludeerd dat fusies en overnames naast indirecte ook directe gevolgen voor het niveau van de macro-economische bestedingen en de welvaart kunnen hebben. Langs deze weg ontstaat dan de mogelijkheid van een macro-economisch extern effect¹¹. Dit externe effect ontstaat doordat bij het besluit te participeren in fusies en overnames, individuele ondernemingen het (verwachte) niveau van de geaggregeerde vraag als gegeven beschouwen. Hiermee wordt het effect van deze beslissing op het niveau van de geaggregeerde vraag genegeerd. Bij een voldoende grote omvang van de totale fusie- en overname-activiteit impliceert deze

6. A. Krohn, Corporate mergers and investment, *Journal of Macroeconomics*, 1989, nr. 11, blz.109-118.

7. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de daling van de fusie- en overname-activiteit zich vooral in de Verenigde Staten heeft voorgedaan.

8. H. Minsky, *Stabilizing an unstable economy*, Yale, 1986.

9. A. Krohn, op.cit., blz. 112.

10. Zie bij voorbeeld, A. Auerbach en K. Hassett, *Corporate saving and shareholder consumption*, NBER Working Paper, nr. 2994, 1989; E. Sterken, *An econometric model of the Dutch financial system*, Dissertatie, Groningen, 1990.

11. Voor een modelmatige uitwerking zie H. van Ees en H. Garretsen, *The European merger wave and 1992: self-defeating or self-fulfilling prophecies*, paper gepresenteerd op het 17e EARIE-congres, Lissabon, 1990.

handelswijze dat fusies en overnames directe (negatieve) gevolgen hebben voor het niveau van inkomens en bestedingen op macroniveau. Hierbij moet overigens onmiddellijk worden opgemerkt dat het in het bovenstaande niet zozeer gaat om de feitelijk waargenomen verdringing van investeringen door fusies en overnames maar om de theoretische vaststelling dat de 'make or buy'-beslissing van ondernemingen ten aanzien van respectievelijk investeringen en fusies en overnames negatieve terugkoppelingseffecten heeft via de geaggregeerde vraag. Dit laatste is een partieel effect. Bij de vraag naar de feitelijke verdringingseffecten van fusies en overnames spelen zowel micro- en macro-economische alsook directe en indirecte implicaties een rol.

Ten slotte

Uit het artikel van Moerland blijkt dat de bedrijfseconomische literatuur geen eenduidig antwoord geeft op de vraag naar de welvaartseffecten van fusies en overnames. Een macro-economische analyse van fusies en overnames leert dat fusies en overnames zowel op indirecte wijze, via mutaties in de opbrengstvoeten en via de beeldvorming op de vermogensmarkt, alsook op directe wijze via de bestedingen economische variabelen (met name de investeringen) kunnen beïnvloeden. Ook de macro-economische analyse is niet volstrekt eenduidig. De scepsis overheerst niettemin. Deze opvatting staat in schril contrast met de stellige overtuiging waarmee de beoogde positieve effecten voor de producenten en consumenten doorgaans voor het voetlicht worden gebracht¹². Zowel uit de bijdrage van Moerland als uit de in dit artikel gepresenteerde analyse van fusies en overnames komt ons inziens naar voren dat in het algemeen een dergelijke conclusie niet op theoretische overwegingen kan worden gebaseerd en dat evengoed het tegengestelde kan worden geconcludeerd.

Hans van Ees

Harry Garretsen

De auteurs zijn verbonden aan de economische faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen.

12. Zie M.C. Jensen, Takeovers: their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives*, jg. 2, 1988, blz. 21-48.