



Topics in

Corporate Finance

Private equity en aandeelhoudersactivisme

ONDER REDACTIE VAN
ARNOUD W.A. BOOT

in samenwerking met



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM
Amsterdam Center for Law & Economics

15

NUMBER

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

PRIVATE EQUITY EN AANDEELHOUDERSACTIVISME

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

PRIVATE EQUITY EN AANDEELHOUDERSACTIVISME

Onder redactie van Arnoud W.A. Boot

ISBN: 978-90-77859-06-3

© 2007, Amsterdam Center for Corporate Finance

All rights reserved

VOORWOORD

Zelden domineert een onderwerp zo zeer het maatschappelijke debat: zijn private equity en activistische aandeelhouders een zegen of een probleem? Veel Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, van ABN AMRO, (voormalige) VNU tot Stork en Ahold, voelen de druk van aandeelhoudersactivisme. Deze uitgave van *Topics in Corporate Finance* is geheel gewijd aan dit onderwerp¹. Hoewel in de populaire media veelal centraal staat of private equity en aandeelhoudersactivisme maatschappelijk gewenst zijn (en wat dit bijvoorbeeld betekent voor de factor arbeid), wordt in deze publicatie primair ingegaan op het begrijpen van de rol die wordt gespeeld door private equity investeerders. Juist dit begrip is cruciaal voor de verdere verdieping van de maatschappelijke discussie.

Als *Amsterdam Center for Corporate Finance* hopen wij met deze publicatie een waardevolle bijdrage te leveren aan het publieke debat.

Arnoud W.A. Boot

Oktober 2007

¹ Eerdere versies van deze artikelen zijn gepubliceerd in het MAB-themanummer 'Naar een beter begrip van private equity', nummer 7/8, juli/augustus 2007, 81ste jaargang.

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	v
Inhoudsopgave	vii
1. Private equity en aandeelhoudersactivisme: inleiding en overzicht Arnoud W.A. Boot	1
2. De Private-equitygolf Han T.J. Smit en Ward A. van den Berg	9
3. Belangenconflicten in de private equity markt Anjolein Schmeits	23
4. Private equity fondsen en publiek-naar-privaat transacties Jana Fidrmuc, Peter Roosenboom en Dick van Dijk	39
5. International capital flows into private equity funds Armin Schwienbacher	57
6. Performance na een buy-out: een empirische studie in België Lotte Goossens, Sophie Manigart en Miguel Meuleman	71
7. How should we regulate private equity and hedge funds? Joseph A. McCahery and Erik P.M. Vermeulen	89
Auteurs	99

PRIVATE EQUITY EN AANDEELHOUDERSACTIVISME: INLEIDING EN OVERZICHT

Arnoud W.A. Boot¹

1. INLEIDING ²

Het leven van de grotere Nederlandse beursvennootschappen was tot voor kort eenvoudig: het management en de Raad van Commissarissen maakten de dienst uit. Ze moesten het wel heel bont maken voordat er rumoer ontstond. Aandeelhouders moesten vooral niet te moeilijk doen. Vanuit deze gemoedelijke praktijk is het niet verrassend dat de recente ontwikkelingen op het gebied van private equity en aandeelhoudersactivisme enigszins zwaar op de maag gevallen zijn niet alleen bij bestuurlijk Nederland maar met name ook bij de politiek en de vakbeweging.

Aandeelhoudersactivisme is iets nieuws voor Nederland. Nederlandse bedrijven, zoals ABN AMRO, (voormalige) VNU, CSM, TNT, Ahold, Stork en zelfs DSM, voelen allemaal de druk van activistische aandeelhouders. Deze snel zichzelf mobiliserende grootaandeelhouders hebben in korte tijd veel macht veroverd. Voor Nederland is het “probleem” van activistische aandeelhouders mogelijk extra groot omdat – in tegenstelling tot andere continentaal Europese landen – Nederlandse ondernemingen een relatief open eigendomsstructuur kennen die er voor zorgt dat ondernemingen nogal gevoelig zijn voor activistische aandeelhouders (Boot, 2007a).

Ondernemingen voelen zich in het nauw gedreven. Ze worden niet alleen met deze wederopstanding van aandeelhouders geconfronteerd, maar tegelijkertijd met allerlei extra regels en eisen die voortkomen uit nieuwe wet- en regelgeving. Zoals de Amerikaanse Sarbanes Oxley Act (SOX), aangenomen in de slijpstream van de schandalen van afgelopen jaren. Door alle regels die hierin en in de Europese varianten daarop voorkomen (vergelijk ook de Code Tabaksblat; CCG, 2003) wordt de speelruimte van ondernemingen – beursgenoteerde vennootschappen wel te verstaan – beperkt. Zware verantwoordings-eisen over het verleden lijken deze ondernemingen van het ‘ondernemen’ af te houden, en dat terwijl je als ondernemer vooral met de toekomst bezig wilt zijn. In de Amerikaanse context heeft de introductie van SOX al geleid tot de instelling van commissies die met enige zorg spreken over de afnemende concurrentiekracht van Amerikaanse financiële markten (zie Zingales, 2007).

Dit is ook een van de redenen voor de totstandkoming van dit boekje. We moeten het functioneren en bestaan van private equity partijen beter begrijpen. Vanuit dit grotere begrip zijn dan mogelijk beleidsaanpassingen te overwegen. Een belangrijke constatering vooraf is dat er grote verwarring heerst over terminologie. Private equity en hedge fondsen worden te pas en te onpas gelijkgesteld aan activistische aandeel-

¹ Prof. Dr Arnoud W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam, en directeur van het interfacultaire Amsterdam Center for Law & Economics.

² Dit artikel bouwt voort op de karakterisering van ontwikkelingen zoals geschetst in Boot (2007a).

houders. Ik zal geen poging doen om tot meer precieze definities te komen, maar juist benadrukken dat achter de terminologie private equity en hedge fondsen een divers scala aan types aandeelhouders en strategieën verborgen gaat. Zo is de terminologie private equity in de meest letterlijke zin aandelenvermogen in ondernemingen die niet beursgenoteerd zijn, bijvoorbeeld (familie)aandelenvermogen in een familiebedrijf. Dit is moeilijk activistisch te noemen. Het kan echter ook slaan op aandelenvermogen in leveraged buy-outs. Dit is het al dan niet agressief (en vijandig) van de beurs halen van een onderneming. Hier past het etiket agressieve aandeelhouders beter. De vervuiling van definities is echter enorm. Private equity partijen nemen tegenwoordig bijvoorbeeld ook (groot)aandeelposities in beursgenoteerde ondernemingen in. Strikt genomen is dit geen *private equity*. Hedge fondsen voor zover ze in aandelen beleggen, opereren altijd in beursgenoteerde ondernemingen, maar zijn in tegenstelling tot wat wel wordt gedacht slechts voor een zeer klein gedeelte activistisch. Veelal wordt er louter gearbitreerd op inefficiënties in de financiële markt. Maar soms ook worden door hedgefondsen tevens grote posities ingenomen in beursgenoteerde ondernemingen. Ook op deze ontwikkelingen wordt in deze uitgave ingegaan.

Hoewel in de populaire media veelal centraal staat of private equity en aandeelhoudersactivisme maatschappelijk gewenst zijn (en wat dit bijvoorbeeld betekent voor de factor arbeid³), wordt in dit boekje primair ingegaan op het begrijpen van de rol die wordt gespeeld door private equity investeerders. Juist dit begrip is cruciaal voor de verdere verdieping van de maatschappelijke discussie. Hiermee kan ook worden voorkomen dat beleid verzandt in incidentenpolitiek, iets wat bijvoorbeeld de Commissie Frijns met haar laatste rapport van mei j.l. is verweten (MCCG, 2007).

2. PRIVATE EQUITY REVOLUTIE?

De private equity revolutie duidt op een mogelijke herschikking van ondernemingen tussen beursnotering en niet-beursnotering.⁴ Private equity partijen kunnen ondernemingen van de beurs halen en daarmee de mogelijk excessieve wet- en regelgeving voor beursgenoteerde ondernemingen vermijden. Als zij namelijk de anonieme en kleine aandeelhouders uitkopen dan vervalt de noodzaak van de op de bescherming van anonieme

3 Deze argumentatie hoeft overigens niet ideologisch bepaald te zijn om de noodzaak van aandeelhoudersinvloed te kunnen rechtvaardigen. In de Angelsaksische literatuur wordt dit meestal gekoppeld aan de opmerking dat aandeelhouders nu eenmaal de eigenaar zijn van de onderneming en *dus* het voor het zeggen (moeten) hebben. Ik beschouw dit onnodig polariserend; een een-dags aandeelhouder is meer 'eigenaar' dan een werknemer die er al 20 jaar werkt? Het is veel meer voor de handliggend te verwijzen naar de grotere wetgevende en contractuele bescherming van werknemers en crediteuren in vergelijking tot aandeelhouders; zie de gedetailleerde contracten (arbeidscontract respectievelijk leningovereenkomst) en extensieve wetgeving (arbeidsrecht en crediteurenbescherming in de faillissementswet) vergeleken met de 'restpost' positie van aandeelhouders. Aandeelhouders als 'residual claimant' verdienen dus invloed binnen het corporate governance kader ter compensatie van de bescheiden contractuele en wetgevende bescherming. In andere woorden het contract (inclusief wetgevende bescherming) van de aandeelhouders is veel minder volledig dan dat van werknemers en crediteuren.

4 Deze herschikking zal de vraag oproepen voor welke ondernemingen en in welk stadium van hun ontwikkeling een beursnotering optimaal is (zie Boot et al., 2006, 2007). Of er minder bedrijven in de toekomst op de beurs genoteerd zullen zijn valt niet zeggen. Wat ik wel verwacht is dat het hebben van wel of geen beursnotering een meer dynamisch proces zal worden. Ondernemingen zullen vaker de beurs betreden en weer verlaten, en later mogelijk weer betreden, afhankelijk van de specifieke omstandigheden en levensfase waarin de onderneming zich bevindt.

aandeelhouders gerichte wet- en regelgeving. De genoemde Sarbanes Oxley wetgeving in de VS en de code Tabaksblat zijn terecht in principe niet van toepassing op niet-beursgenoteerde ondernemingen.⁵

De betrokkenheid van private equity kan – zoals aangegeven - ook leiden tot actieve grootaandeelhouders bij een continuering van de beursnotering. In dat geval wordt soms wel gesproken over hedgefondsen die mogelijk meer speculatief zijn ingesteld. Hedgefondsen onderscheiden van private equity is in mijn ogen niet goed mogelijk. In beide gevallen worden aandelenposities ingenomen. Tevens is het populaire onderscheid tussen kwalijke meer korte termijn georiënteerde activiteiten van hedgefondsen in beursvennootschappen en het meer acceptabele gedrag van private equity fondsen nogal gekunsteld. Ook dit onderscheid zal ik niet maken.

Hoe dan ook, de betrokkenheid van private equity (of hedgefondsen) bij beursgenoteerde ondernemingen zorgt voor een grotere concentratie onder aandeelhouders. Hiermee lost private equity het probleem op dat bij een wijdverspreid aandelenbezit aandeelhouders door de mate van spreiding een te klein eigen belang hebben om de onderneming voldoende in de gaten te kunnen houden. Overigens moeten we private equity en de ‘wederopstanding’ van grootaandeelhouders niet zien als iets totaal nieuws. Integendeel, directe invloed via grootaandeelhouders is altijd van groot belang geweest. Hoogstens zouden we kunnen zeggen dat er in de praktijk een te groot vertrouwen is geweest in de financiële markten. Vooral is veronachtzaamd dat door de spreiding van eigendom over een groot aantal (vaak anonieme) aandeelhouders een groot machtsvacuüm is ontstaan.⁶ Dit vacuüm wordt door de private equity revolutie en de ‘wederopstanding’ van grootaandeelhouders opgevuld.⁷

3. GROTE MACHT PRIVATE EQUITY IN NEDERLAND

Zowel op het punt van Sarbanes Oxley-achtige regels als het meer nadrukkelijk aanwezig zijn van aandeelhouders is volgens mij niet veel verlichting te verwachten (Boot, 2006). De legitieme zorgen over het beschermen van anonieme aandeelhouders in de openbare kapitaalmarkten en de ontmanteling van juridische beschermingsconstructies zullen voor een groot deel een blijvend karakter hebben.

Doordat het principe one-share-one-vote op Europees niveau een zwaar gewicht krijgt, en juridische beschermingsconstructies hiermee veelal in strijd zijn, is juist Nederland buitengewoon gevoelig voor private equity partijen, en voor de mobilisatie van grootaandeelhouders. Dit geldt voor Nederland zwaarder dan voor het buitenland. Continentaal Europa, zowel de Scandinavische landen, Duitsland als Latijns Europa, kent

5 Algemene eisen zoals een verplichting tot een controle op de jaarrekening vervallen niet. Deze zijn gekoppeld aan de grootte van de onderneming en dienen onder meer ter bescherming van werknemers en crediteuren.

6 Overigens heeft de wetenschappelijke literatuur wel degelijk veel aandacht besteed aan dit machtsvacuüm, en dat al voor een hele lange periode (zie Berle en Means, 1936; en Shleifer en Vishny, 1997).

7 Waar codes en regelgeving te knellend worden zullen private equity partijen via MBO's en andere go-private-transacties de onderneming van de beurs halen. Maar zoals blijkt uit de analyse in de hoofdstuktekst is het zeker niet zo dat het *bestaansrecht* van private equity partijen voortkomt uit de mogelijk knellende code en regelgeving. Private equity en de mobilisatie van grootaandeelhouders in het algemeen zijn complementaire governance mechanismen.

cross holdings en andere vormen van economische bescherming via specifieke eigendomsverhoudingen, bijvoorbeeld piramidestructuren. Nederland daarentegen heeft een veel transparantere eigendomsstructuur waarbij ondernemingen veelal direct in handen zijn van (eind)beleggers.

Ook wees ik op verschillen met de Verenigde Staten, en met name dat de ondernemingsleiding van een Amerikaans beursfonds vaak nadrukkelijker is beschermd tegen aandeelhouders. Zo kunnen bestuurders en/of commissarissen niet zo maar worden weggestuurd. De invloed van aandeelhouders is meer achteraf. Achterblijvende ondernemingen in de Verenigde Staten zullen vroeg of laat worden overgenomen, dit is de zogenaamde '*market for control*'.

Gesteld kan dus worden dat de wijzigingen in corporate governance aandeelhouders in Nederland een aanzienlijke zeggenschap hebben gegeven over ondernemingsbesluiten. Zie bijvoorbeeld de eis in de Code Tabaksblat dat materiële beslissingen worden voorgelegd aan de aandeelhouders. Een dergelijke inspraak vooraf is veel minder dominant in de Amerikaanse praktijk die veeleer controlerend achteraf is. Voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zou dit kunnen betekenen dat het mandaat voor de ondernemingsleiding is aangetast. Zij wordt in zekere zin zowel vooraf als achteraf aan banden gelegd. Hoewel dit wat extreem is geformuleerd, is er wel degelijk een zorg. Als het inderdaad aan een mandaat ontbreekt dan veroorzaakt dit mogelijk een grote aanslag op het ondernemende karakter van de onderneming.

4. NUANCERING BIJ NEDERLANDSE ONTWIKKELINGEN

Een belangrijke nuancering bij de vermeende grote macht van private equity is dat veel Nederlandse bedrijven die in het nieuws kwamen door een opstand onder aandeelhouders dit vooral aan zichzelf te wijten hadden.

- VNU presteerde onvoldoende – was er niet in geslaagd een aantal overnames tot een goed einde te brengen – en kon dan ook niet verwachten dat aandeelhouders zouden instemmen met (weer) een grote overname. Een vlucht naar voren is zelden optimaal. De snel gemobiliseerde aandeelhouders voorkwamen dit. Dit is positief.
- Ook in het geval van ABN AMRO ging er een periode van zeven jaren van niet waargemaakte beloftes vooraf aan de brief van TCI van februari jl. die aandrang op opsplitsing. En zoals ik elders heb verwoord (zie NRC, 5 april 2007), was het veeleer de paniecreactie van ABN AMRO en het niet ingrijpen van haar Raad van Commissarissen die ABN AMRO in acute problemen bracht.

Wel is het zo dat door de macht van de aandeelhouders ondernemingen sneller in een verdomhoekje terecht komen. ABN AMRO is een mooi voorbeeld. Als aangeschoten wild gaan ze door het leven, en ze kunnen niets meer goed doen. Dit is een duidelijke verharding van het speelveld. Het is een beetje alles of niets geworden. Je bent een held of je bent afgebrand. Het lijkt wel iets op een voetbaltrainer van een topploeg. Je doet het goed en iedereen loopt weg met je, maar o wee als er iets misgaat, dan laten ze je vallen

als een baksteen.⁸ Wat niet helpt is dat de financiële markt vaak momentum is gedreven. Meevallers en tegenvallers worden dan nog eens extra uitvergroet.

Is het werkelijk zo dat de toenemende regelgeving leidt tot minder flexibiliteit en haaks staat op ondernemerschap? Dit is waarschijnlijk het geval, maar een nauwkeurige afbakening van regelgeving, en de wenselijkheid ervan, is nodig. Als het gaat om de financiële markt, dan hebben we het over regels die bijvoorbeeld gelijke informatievoorziening aan alle partijen in de markt bewaken; regels met betrekking tot handel met voorkennis, etc. Dit zijn gewenningsregels. Deze regels zullen uiteindelijk niet echt belemmerend zijn.

Overgangsproblemen zijn er echter wel degelijk. Hoe te communiceren bijvoorbeeld naar aandeelhouders? Kan een onderneming in gesprek treden met private equity partijen? En hoe wordt dan een gelijke informatievoorziening bewaakt aan alle andere aandeelhouders? Dit is lastig, maar kan met bepaalde gedragsregels en procedures in goede banen worden geleid (zie ook enige van de voorstellen in MCCG, 2007).

Minder gemakkelijk ligt het met corporate governance regels die meer intern zijn gericht (ondernemingsrecht, zie ook Tabaksblat code). Hier zit een groter probleem. Het gaat hier over bijvoorbeeld *boxticking* in plaats van sturing op basis van principes. Regels die direct ingrijpen op het ondernemingsbestuur, bijvoorbeeld maxima stellen aan het aantal commissariaten per persoon, of een verbod op het opnemen van voormalige bestuurders in de RvC. Deze regels zijn lang niet altijd optimaal. Een vraag is ook of de aandeelhoudersvergadering (AvA) hier niet over moet gaan. Ook speelt het genoemde gebrek aan mandaat. Hoe dit op te lossen is verre van vanzelfsprekend. Hier zit dus wel degelijk een probleem. De vraag is of we wel op de goede weg zijn.⁹

5. BIJDRAGEN IN DIT BOEKJE

Bovenstaande overwegingen geven enige nuancering bij de rol van private equity partijen en activistische aandeelhouders in het bijzonder. Toch blijft de analyse tamelijk algemeen. Cruciaal is om private equity partijen beter te begrijpen, en dat is waaraan de bijdragen in deze special invulling trachten te geven. In een zestal bijdragen wordt een nader inzicht gegeven van de rol van private equity partijen vanuit een drietal gezichtspunten, namelijk vanuit

- de invloed op de performance van de onderneming waarin ze investeren,
- de beleggers zelf (dus de private equity investeerders/beleggers), en
- de toezichthouder en wet- en regelgever.

In de eerste bijdrage van Han Smit en Ward van den Berg staat centraal de vraag naar en het aanbod van private equity, met name gezien vanuit het perspectief van private

⁸ De analogie is nog sterker. Voetbaltrainers kunnen het succes veelal nooit lang volhouden. Vroeg of laat (en tegenwoordig steeds vroeger) zijn ze opgebrand. Het verbaast dan ook niet dat de 'omlooptijd' van bestuurders korter is geworden.

⁹ Zie ook Boot en Wallage (2006). Zij wijzen op de risico's die verbonden zijn aan de toenemende regeloriëntatie ('box ticking'), en beargumenteren dat een op vertrouwen gebaseerde integriteitstrategie vaak voordelen heeft boven een op wantrouwen gebaseerde regelstrategie.

equity investeerders/beleggers. Zij beschrijven een golfpatroon in investeringsvolumes die zorgen voor een nogal dynamische markt met sterk wisselende rendementen voor beleggers.

In de tweede bijdrage analyseert Anjolein Schmeits belangenconflicten die kunnen ontstaan tussen de bij transacties betrokken partijen. Het gaat om geld, en veel geld, en dat kan aanzetten tot het gebruiken van insider informatie en mogelijk het samenspannen van management en private equity partijen ten koste van (kleine) derde aandeelhouders. Ook problemen verbonden aan (mogelijk excessieve) financiering met vreemd vermogen en een mogelijke marktverstorende samenwerking tussen private equity partijen onderling worden besproken.

De derde, vierde en vijfde bijdrage staan respectievelijk Groot Brittannië, de VS en België centraal. Jana Fidrmuc, Peter Roosenboom en Dick van Dijk (FRD) vergelijken in hun bijdrage hoe in Groot Brittannië het van de beurs halen van ondernemingen door private equity partijen zich vergelijkt tot dezelfde transacties maar dan geïnitieerd door het management (management buy-outs, MBO's). Het blijkt dat sprake is van verschillende soorten ondernemingen, en dat private equity in vergelijking tot MBO's eerder wordt gekozen door ondernemingen die weliswaar grotere voordelen lijken te hebben van een beursnotering maar krap bij kas zitten. Een mogelijke interpretatie is dat de private equity partijen er bij worden geroepen als de complexiteit groter is.

Armin Schwienbacher concentreert zich in de vierde bijdrage op het investeringsgedrag van Amerikaanse institutionele beleggers. Hij laat met name zien welke Amerikaanse institutionele beleggers genegen zijn in buitenlandse private equity fondsen te investeren.

In de vijfde bijdrage bekijken Lotte Goossens, Sophie Manigart en Miguel Meuleman hoe 288 Belgische ondernemingen zich na een buy-out verder hebben ontwikkeld. Zij gaan met name in op de vraag wat de invloed is van het al dan niet aanwezig zijn van een private equity investeerder bij de buy-out voor veranderingen in efficiëntie. Dit is overigens een ingewikkeld causaliteitsvraagstuk. Als private equity investeerders alleen aanwezig zijn bij de meest complexe deals zoals gesuggereerd in de derde bijdrage van FRD, dan zou in het geval van betrokkenheid van private equity investeerders de efficiëntiestijging mogelijk lager kunnen zijn, zonder dat dit ook maar iets negatiefs (of positiefs) zegt over de toegevoegde waarde van deze investeerders.

In het laatste – zesde – artikel gaan Joseph McCahery en Erik Vermeulen in op de regulering van private equity. Zij concluderen dat grote onduidelijkheid en meningsverschillen bestaan over de noodzaak van nieuwe regulering voor deze beleggingscategorie, en dat verder (economisch) onderzoek noodzakelijk is. Ook gaan zij in op verschillen tussen private equity en hedge fondsen.

6. SLOT

Al met al bieden deze zes bijdragen vele fundamentele inzichten die het debat over private equity en aandeelhoudersactivisme in Nederland verder kunnen helpen. Zoals

aangegeven staan in deze bijdragen, naast het reguleringsvraagstuk, centraal het beter begrijpen van private equity investeerders zelf en de invloed die ze hebben op de performance van ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd. De discussie over machtsverhoudingen in ondernemingsland, inclusief de rol van de Raad van Commissarissen en de factor arbeid (werknemersbelangen) vallen buiten de reikwijdte van deze special. Voor enige gedachten hierover zie Boot (2007b).

LITERATUUR

- Berle, A.A. en G.C. Means (1936), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- Boot, A.W.A. (2006), Hoe verder in ondernemingsland. Wie heeft er nog de macht?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 80, no. 6 (juni), pp. 272, 273.
- Boot, A.W.A. (2007a), Private equity: actie nodig ..., *Bank- en Effectenbedrijf*, maart, pp. 36-41.
- Boot, A.W.A. (2007b), Activistische aandeelhouders een zegen?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 81, no. 6 (juni), pp. 236-238.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership, *Journal of Finance*, vol. 61, no. 2, (april), pp. 803-836.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2007), Market Liquidity, Investor Participation and Managerial Autonomy: Why do Firms go Private, te verschijnen, *Journal of Finance*, zie www.acln.nl.
- Boot, A.W.A., en P. Wallage (2006), Formele versus materiële naleving van de Code Tabaksblat, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, nummer 5 (mei), pp. 206-215.
- CCG – Commissie Corporate Governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 9 december 2003 (Code Tabaksblat).
- MCCG – Monitoring Commissie Corporate Governance (2007), *Advies over verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code*, mei.
- Shleifer, A., en R. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52 (2), pp. 737-783.
- Zingales, L. (2007), Is the US Capital Market Losing its Competitive Edge?, te verschijnen, *Journal of Economic Perspectives*.

DE PRIVATE-EQUITYGOLF

Han T.J. Smit en Ward A. van den Berg¹

SAMENVATTING

In de laatste decennia heeft private equity zich ontwikkeld tot een belangrijke component van ondernemingsfinanciering. Private equity is een bron van financiering voor start-up ondernemingen, private middelgrote ondernemingen, ondernemingen die geherstructureerd worden, of ondernemingen die hun beursnotering willen beëindigen. De ontwikkelingsgang van private equity kent een golfpatroon dat gekenmerkt wordt door perioden van expansie en perioden van verschaning. Dit artikel beschrijft aan de hand van de recente literatuur de private equity golf, en de consequenties voor de verschillende partijen in de markt voor private equity, zoals de ondernemingen die privaats gefinancierd worden, de investeringsmaatschappijen en de verschaffers van privaat vermogen.

1. INTRODUCTIE

Private equity betreft de langdurige participatie in ondernemingen waarvan de aandelen niet op een effectenbeurs worden verhandeld. Onder deze brede definitie², die we voor private equity hanteren, vallen twee belangrijke categorieën. De eerste is durfkapitaal (venture capital), de participatie in jonge ondernemingen die nog niet volwassen genoeg zijn om via de beurs te kunnen worden verhandeld. Enkele voorbeelden van durfkapitaal zijn: start-up financiering op basis van een business plan of een tweede of latere ronde financiering van jonge ondernemingen met behoefte aan groeikapitaal. De tweede categorie is de leveraged buyout: de overname van gevestigde ondernemingen die vervolgens gefinancierd worden met behulp van een aanzienlijke lening. Dit betreft de financiering van eigendomsverandering van private of publieke ondernemingen, eventueel gevolgd door additionele financiering ten behoeve van groei of herstructurering.

Beursgenoteerde ondernemingen worden gekenmerkt door een breed verspreid aandeelhouderschap. Het beperkte zicht van aandeelhouders op de onderneming kan resulteren in suboptimale prestaties wanneer de incentives voor het bestuur niet overeenkomen met de belangen van de aandeelhouders. Geconcentreerd eigendom maakt het voor private investeerders eenvoudiger om jonge, risicovolle ondernemingen te financieren, maar ook om ingrijpende maatregelen te nemen om meer volwassen ondernemin-

1 Prof. Dr Han T.J. Smit is HAL professor in private equity aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Drs Ward A. van den Berg is verbonden aan het Tinbergen Instituut, verricht promotieonderzoek naar private equity en is werkzaam voor Roland Berger Strategy Consultants.

2 Een enge definitie ziet private equity los van durfkapitaal en betreft de investering in (onderdelen van) ondernemingen met een bewezen staat van dienst en winstgevendheid. Natuurlijk zijn er veel subcategorieën.

gen te herstructureren, te reorganiseren en zelfs op te splitsen. Dit alles heeft tot doel om het functioneren van inefficiënte ondernemingen te verbeteren, of meer algemeen, de ontwikkeling van nieuwe initiatieven en startende ondernemingen te stimuleren.

Terwijl de grote golf van buyouts in de VS in de jaren tachtig voornamelijk tot doel had logge conglomeraten die aan agencyproblemen³ en inefficiënties onderhevig waren te herstructureren, werd de tweede grote golf in de jaren negentig tot 2001 mede veroorzaakt door economische groei. Na deze golf werd het in een korte periode van economische stagnatie en de waardedaling van de financiële markten moeilijk een exit route te vinden naar een strategische speler of de beurs. Recent zien we een hernieuwde opleving van private equity.

In dit artikel beschrijven we de recente groei van de markt voor private equity en we relateren deze ontwikkeling aan een overzicht van de financieel economische literatuur. De golfbeweging in de private equity markt wordt niet alleen veroorzaakt door economische groei of het gedrag van de ondernemingen, maar ook door aanbod van vermogen door investeringsmaatschappijen en vermogenverschaffers, zoals institutionele beleggers.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2 geeft een beschrijving van recente private equity golven. In paragraaf 3 en paragraaf 4 bespreken we respectievelijk de markt voor private financiering en geven we een overzicht van empirisch onderzoek naar het rendement van deze asset class. Vervolgens geeft paragraaf 5 een uitgebreidere beschrijving van de vraag naar private financiering en geeft paragraaf 6 een beschrijving van het aanbod van privaat vermogen. Paragraaf 7 beschrijft de belangrijkste implicaties van de private equity golf en geeft enkele slotopmerkingen.

2. BESCHRIJVING VAN RECENTE PRIVATE-EQUITYGOLVEN

Hoewel private financiering altijd al heeft bestaan, heeft het tot de jaren tachtig geduurd voordat de private financiering zich ontwikkelde tot een belangrijk onderdeel van de ondernemingsfinanciering. De jaren tachtig worden ook wel *decade of confrontation* genoemd en de *shift from corporate stakeholders to shareholders*. Deze eerste grote buyout-golf was een reactie op de conglomeratietrend uit de jaren zestig en zeventig. Veel conglomeraten vertoonden allerlei agencyproblemen en inefficiënties. In herstructureringen op basis van het *back-to-the-core-business*-principe stootten grote ondernemingen niet-gereleerde en inefficiënte divisies met behulp van leveraged buyouts af aan private investeringsmaatschappijen, die de nodige herstructureringen doorvoerden. In deze periode kochten in de Verenigde Staten zogenaamde “raiders” met veel vreemd vermogen beursgenoteerde ondernemingen op. Sterke groei in de private equity markt werd mede mogelijk gemaakt door het ontstaan van private equity partnerships als intermediair en

3 Met de publicatie van het artikel *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* in de jaren zeventig van de twintigste eeuw legden Michael Jensen en William Meckling (1976) de basis voor de agencytheorie, en de gevolgen daarvan voor de eigendomsstructuur en daarmee het beleid van ondernemingen. Aandeelhouders (principaal) kennen het management (agent) een zekere autonomie of beslissingsbevoegdheid toe. Het bestuur kan misbruik maken van haar beslissingsbevoegdheden en eigen doelen vooropstellen boven de primaire aandeelhoudersbelangen.

de opkomst van de junk bond markt. De buyouts uit deze periode vonden veelal plaats in volwassen bedrijfstakken, zodat de stabiele cashflow van de overnamekandidaat kon worden gebruikt om de hoge overnameschuld af te lossen.

Een spraakmakend voorbeeld van dit type buyout is RJR Nabisco, dat in 1989 voor \$ 25 miljard door Kohlberg, Kravis en Roberts (KKR) werd overgenomen. Het geconcentreerd eigendom in leveraged buyouts creëerde de mogelijkheid ondernemingen te herstructureren en de financiering met vreemd vermogen legde het management een zekere mate van disciplinerende op. ⁴ Door op deze manier de vrij besteedbare cashflow te beperken, wordt de onderneming genoodzaakt efficiënt te werken.

Aangetrokken door de hoge rendementen uit voorgaande jaren stroomde er meer vermogen in de richting van private equity. Gompers en Lerner (1999; 2000) stellen vast dat deze hoge rendementen leidden tot de oprichting van vele nieuwe private equity fondsen, resulterend in hogere waarderingen en een neerwaartse impact op de behaalde rendementen: “there is too much money chasing too few deals”. Het commitment-niveau van private equity-fondsen (het toegezegde vermogen dat door het private equity fonds direct bij de investeerder kan worden opgevraagd) steeg naar grote hoogte. In overeenstemming met de winner’s curse werden overnames onder de competitieve druk te duur betaald, met lage rendementen als logisch gevolg. Door de hoge verwachtingen bleek het beschikbare vermogen de speelruimte te overtreffen, schroefden vermogenverschaffers het aanbod terug en droogde de private equity-markt in de Verenigde Staten in de jaren 1991 en 1992 op.

Na de opleving van de buyout-markt eind 1992 leek de waardecreatie zich meer te verschuiven van herstructurering van logge conglomeraten naar groei (Wright et al., 2001). Private equityspelers veranderden van ‘barbaren aan de poort’ tot ‘hands-on partners’ met een goede reputatie en een uitgebreid ondersteunend netwerk. De private financiers verlenen “value added services” door bijvoorbeeld advisering op het gebied van personeelsbeleid, het strategische beleid, de financiering, of juridisch zaken. De economische groeiperiode van 1992 tot 2001 kende opnieuw een aanzienlijke groei in de vraag naar private financiering. Private financiers ondervonden meer competitie van strategische kopers en concurrerende private equity fondsen en de prijzen van acquisities namen toe met lagere rendementen als gevolg. Ontwikkelingen in de technologie, in het bijzonder informatietechnologie en in mindere mate biotechnologie, creëerde veel initiatieven voor nieuwe ondernemingen en vergrootte zodoende de vraag naar durfkapitaal financiering.

In het begin van het nieuwe millennium stagneerde de economie, en bleek een groot gedeelte van de vraag naar private equity niet aan de verwachtingen te voldoen. Omwille van de stagnerende economie werd het steeds moeilijker om private overnames te verzilveren. Door de recessie gecombineerd met een waardedaling van ondernemingen op de financiële markten werd het steeds moeilijker een exit te realiseren door middel van een verkoop aan een strategische speler of een beursgang. In deze periode zien we dat de portefeuilles worden opgeschoond waarbij veel investeringen werden afgeschreven en

⁴ Talrijke studies rond leveraged buyouts tonen aan dat de herstructurering en de nieuwe incentivestructuur leidt tot een aanzienlijke toename van de ondernemingsprestaties (onder meer Kaplan, 1989 en Fox en Marcus, 1992).

private ondernemingen met enige waarde werden doorverkocht aan een andere financiële speler (secondary leveraged buyouts).

De nieuwe vraag naar private equity en de hoge rendementen door het economische herstel na 2002 zorgden voor een toename van het gecommitteerde vermogen aan private equity fondsen. De groei in het aanbod van middelen werd mede veroorzaakt door grote institutionele investeerders die meer vermogen gingen toewijzen aan private equity. Deze verschuiving lijkt voor een stuk gebaseerd op de veronderstelling dat private equity mogelijkheden tot diversificatie biedt in vergelijking met traditionele beursgenoteerde investeringen. Daarnaast werd het aanbod van vermogen nog eens gestuwd door een uitzonderlijk gunstige aandelenmarkt en markt voor beursintroductions.

In Nederland en de rest van Europa zien we sinds de jaren 90 een vergelijkbare golf met een periode van hoge groei in buyouts in het nieuwe millennium. Tegenwoordig trachten in Nederland hedgefondsen de tactieken van private equity fondsen over te nemen, echter zonder het volledige eigendom van een onderneming na te streven, hetgeen een public-to-private transactie met bijbehorende hoge kosten vereist. Een consequentie van de eerste golf van leveraged buyouts, het nabootsen van deze strategieën door ondernemingen zelf⁵, en activistische aandeelhouders, is de grotere betrokkenheid van aandeelhouders bij het management van ondernemingen en het vergroten van de macht van de aandeelhouder op bedrijfsprocessen. Er vindt een schijnbare verplaatsing van invloed van stakeholders naar shareholders plaats, zoals zich dat eerder heeft voorgedaan in de VS.

Als gevolg van de beschikbaarheid van vermogen krijgen private investeerders steeds meer concurrentie. Als reactie hierop ontwikkelden private investeerders verder nieuwe strategieën zoals 'buy-and-build', een strategie die eigenlijk een hybride vorm is van een strategische en een financiële en die een buyout additionele synergetische voordelen geeft (Smit, 2001, 2004). Een buy-and-build strategie waarbij een horizontale bedrijfstakconsolidatie wordt nagestreefd geeft het private equity fonds een extra voordeel in haar vervolgacquisities ten opzichte van concurrerende fondsen. Tegenwoordig zijn ook verticale bedrijfstakconsolidatiestrategieën in opkomst. Hierbij tracht een private equity fonds de gehele keten in handen te krijgen om synergievoordelen te behalen. Zo voegt KKR bijvoorbeeld de afvalophaler Van Gansewinkel toe aan de afvalverwerker AVR.

3. DE MARKT VOOR PRIVATE FINANCIERING

In de Verenigde Staten ontwikkelde zich in de laatste decennia een markt voor private equity waar "partnerships" de belangrijke rol van intermediair spelen tussen de institutionele vermogenverschaffers en de ondernemingen die uiteindelijk worden gefinancierd. Deze markt voor private financiering bestaat naast de buyouts voor een significant gedeelte uit durfkapitaal. In Europa daarentegen bestaat op dit moment het overgrote gedeelte van de private equity markt uit buyouts.

⁵ Voorbeelden hiervan zijn invoering van aandeelhouderswaarde gerelateerde management beloningsstructuren in de jaren 90 waarbij de belangen van het management beter stroken met die van de aandeelhouders.

Net zoals de meeste markten wordt de markt van private financiering bepaald door vraag naar en aanbod van privaat vermogen (Poterba, 1989; Gompers en Lerner, 1999). Vraag en aanbod van vermogen hangen af van de hoogte van het vereiste rendement.

De vraag naar private equity wordt bepaald door alle ondernemingen die mogelijk baat zouden hebben bij deze vorm van financiering. De vraagcurve kan gezien worden als een rangorde van investeringsmogelijkheden naar het te verwachten rendement. Een hoger vereist rendement bijvoorbeeld reduceert het aantal entrepreneurs dat nieuw vermogen winstgevend kan inzetten.

Het aanbod in de markt van private equity bestaat uit verschillende categorieën vermogenverschaffers in private equity. Participatiemaatschappijen specialiseren zich vaak naar het type investering en ook in bepaalde sectoren. Verschaffers van durfkapitaal zoals Sequioa, Kleiner Perkins Caufield & Byers en Atlas Venture verschaffen financiering voor jonge ondernemingen met een aanzienlijk groeipotentieel. Buyout transacties van meer volwassen ondernemingen en publieke-naar-private transacties worden onder andere gedaan door Kohlberg Kravis Roberts & Co, CVC, Permira en Nesbic.

Karakteristiek aan private equity investeringen is dat het illiquide investeringen zijn in private ondernemingen die doorgaans pas verzilverd worden bij een beursintroductie of overname. Door de beleggingshorizon van grote institutionele beleggers kunnen deze zich een lange periode van illiquiditeit veroorloven. Sommige ondernemingen zijn gebaat bij een stabiele verschaffer van vermogen.

In evenwicht zijn de (marginale) rendementen op private financiering gelijk aan het rendement in deze risicocategorie op financiële markten.⁶ De ontwikkeling van de private markt kent perioden van sterke groei en aanzienlijke inkrimping en de markt is zelden in evenwicht. De dynamiek in de economie beïnvloedt in belangrijke mate de vraag en het aanbod van private financiering.

In de volgende paragrafen zullen we een overzicht geven van het rendement, de vraag en het aanbod van vermogen in de markt voor private equity. De karakteristieken van vraag en aanbod vormen een belangrijke verklaring voor het golfpatroon in volumes van private equity en de rendementsverwachting voor deze asset class.

4. HET RENDEMENT VAN DE ASSET CLASS PRIVATE EQUITY

Private equity is van nature illiquide. Hierdoor kan het rendement niet continu geobserveerd worden. Alleen wanneer gehandeld wordt in de onderneming, zoals bij een opeenvolgende venture capital financieringsronde of bij de uiteindelijke exit, wordt het duidelijk wat het rendement over de gehele periode is geweest. Hoe het rendement is opgebouwd in de opeenvolgende tijdseenheden in deze periode is moeilijk zichtbaar. Hierdoor zijn de risico- rendement karakteristieken en in het bijzonder de relatie met de publieke markt moeilijk vast te stellen.

Het is niet de hoogte van het gemiddelde rendement maar juist de variatie in de rendementen waarin private equity verschilt van die van beursgenoteerde aandelen

⁶ Hierbij wordt rekening gehouden met een illiquiditeitspremie van private equity.

(Weidig en Mathonet, 2004). Volgens studies van Kaplan en Schoar (2005), Ljungqvist en Richardson (2003) en anderen is het gemiddelde rendement op private equity vergelijkbaar met dat van beursgenoteerde aandelen met wellicht een kleine premie. Cochrane (2005) noemt onder andere de liquiditeitspremie, het gebrek aan diversificatie en de compensatie voor het ondersteunen en monitoren van het management als redenen voor het door de private equity investeerder vereiste hogere rendement.

Asset managers van pensioenfondsen en verzekeraars hebben een lange termijn beleggingshorizon en hebben daardoor een natuurlijke interesse in private equity. Naast het verkrijgen van een liquiditeitspremie biedt private equity de mogelijkheden de beleggingsportefeuille te diversifiëren en een beter risico/rendementprofiel te verkrijgen. De rol van private equity in een gediversifieerde portefeuille is onderzocht door Chen et al. (2002) en Schmidt (2004). Zij claimen dat 10 tot 15% van een portefeuille aan private equity toegewezen dient te worden. Het opnemen van private equity verlaagt het risico, maar de mate waarin hangt af van onder andere de correlatie met andere assets. Door het “stale pricing effect” – private equity fondsen rapporteren veelal boekwaardes of historische schattingen van de waarde van hun huidige investeringsportefeuille – is het moeilijk de correlatie met publieke waardepapieren te bepalen. Het rendement op private equity kan ook het rendement op de publieke aandelen overschrijden, hetgeen een tweede reden is om private equity in de beleggingsportefeuille op te nemen.

De rendementen van individuele ondernemingen die worden opgericht met behulp van venture capital analyseert Cochrane (2005) in een empirische studie. De rendementsverdeling is scheef: twintig procent van de ondernemingen gaat failliet, terwijl een aantal ondernemingen in staat is om een uitzonderlijk hoog rendement te genereren. Individuele venture capital investeringen zijn onderhevig aan risico dat niet gerelateerd is aan financiële markt, maar specifiek of idiosyncratisch is voor de onderneming. Cochrane (2005) vindt dat met venture capital gefinancierde ondernemingen gekenmerkt worden door groot idiosyncratisch risico⁷, terwijl het systematisch risico⁸ veel kleiner is.

Het rendement op een belegging in een private equity fonds wordt vaak gemeten in termen van een internal rate of return (IRR). De hoogte van de IRR hangt af van de tijds horizon van de studie en de fondsen die opgenomen zijn in de analyse. De IRR varieert tussen de 9 en de 20%. In vier studies in de empirische literatuur, zoals samengevat in tabel 1, laat private equity een beter rendement zien dan de publieke markten, terwijl in twee andere studies private equity een slechtere performance laat zien dan de publieke markt. Een groot deel van de variatie in de IRR kan verklaard worden door de tijdsperiode waarover is gemeten en het golfpatroon in private equity. Het wel of niet opnemen van het begin van het nieuwe millennium en de IT-hype of de daaropvolgende neergang in de economie bepaalt in sterke mate de waarde van private equity.

7 Idiosyncratisch risico is het specifieke gedeelte van het totale risico waarbij de bewegelijkheid in de waarde van het aandeel onafhankelijk is van dat van de markt in het algemeen.

8 Systematisch risico is het risico van de totale markt dat niet gereduceerd kan worden door risicospreiding.

Tabel 1. Overzicht van private equity rendementen in empirische studies

Studie (i)	Database, regio en tijdsperiode studie (ii)	IRR [IRR – MSCI]			MSCI US rendement over een vergelijkbare periode (vi)	PME		
		All (iii)	VC (iv)	LBO (v)		All (vii)	VC (vi i)	LBO (ix)
Ljungqvist en Richardson (2003) ¹	Portefeuille grote bank in de VS 1981-2001	19.8 % [7.8 %]	14.1 % [2.1]	21.8 % [9.8]	12.0 %	1.25	-	-
Jones en Rhodes-Kropf (2004) ²	Venture Economics EU en VS 1980-2002	9.2 % [-4.6 %]	19.3 % [5.5]	4.6 % [-9.2 %]	13.8 %	-	-	-
Phalippou en Gottschalg (2006)	Venture Economics EU en VS 1980-2003	9.9 % [-3.7 %]	8.5 % [-5.1 %]	13.7 % [0.1 %]	13.6 %	0.82	0.76	0.97
Kaplan en Schoar (2005)	Venture Economics EU en VS 1980-2001	18 % [3 %]	17 % [2 %]	18 % [3 %]	15.0 %	1.05	1.21	0.93
Diller en Kaserer (2007) ³	Venture Economics Europa 1980-2003	14.1 % [0.5]	12.5 % [-1.1 %]	15.6 % [2 %]	13.6 %	1.03	1.01	1.06
NVCA	Venture Economics, VS 1980-2004	13.8 % [0.6 %]	15.7 % [2.5 %]	12.8 % [-0.4 %]	13.2 %	-	-	-

Deze tabel beschrijft verschillende studies (kolom i) naar de rendementen op private equity fondsen. Kolom ii geeft de bron van de data, de regio en tijdsduur van de studie weer. Kolom iii, iv en v geven de IRR voor alle fondsen, VC fondsen en LBO fondsen en het verschil tussen de IRR op private equity met het rendement op de MSCI US aandelenindex (kolom vi). In kolom vii, viii en ix worden de publieke markt equivalenten uit de desbetreffende studies weergegeven.

De vergelijking van de IRR van een private equity fonds met andere fondsen of een marktindex wordt belemmerd door de verschillen in het cash flow profiel. Een private equity fonds vraagt niet al het gecommitteerde vermogen op bij aanvang van het fonds, maar roept geld op bij zijn investeerders zodra een interessante mogelijkheid zich voordoet. Het fonds keert dan ook de opbrengsten van zijn gerealiseerde investering met onregelmatige intervallen uit. Daarom wordt het rendement niet gerealiseerd over een vaststaand bedrag maar een hoeveelheid vermogen dat fluctueert en niet volledig onder controle is van de beleggers. De IRR van een private equity fonds laat dan ook veelal een overschatting zien van het daadwerkelijke rendement, aangezien een groot deel van het gecommitteerde vermogen dat nog niet is opgevraagd een lager rendement verdient in een alternatieve belegging.

De winstgevendheidsindex of publieke markt equivalent (PME) meet het rendement van private equity ten opzichte van een publieke marktindex en houdt rekening met de wisselende hoeveelheid vermogen dat belegd is in private equity gedurende de looptijd van een fonds. De PME verdisconteert alle cash flows van het fonds tegen het rendement gemaakt op een vergelijkbare investering van 1 euro in de marktindex met eenzelfde tijds horizon (Ljungqvist en Richardson, 2003). Wanneer de PME boven de 1 uitkomt, heeft private equity het beter gedaan dan de markt in dezelfde periode.

Tabel 1 geeft een overzicht van de PME in verschillende empirische studies. Kaplan en Schoar (2005) claimen dat leveraged buyouts geen betere performance laat zien dan

de markt, welke conclusie wordt bevestigd door Phalippou en Gottschalg (2006). Diller en Kaserer (2007) laten daarentegen zien dat leveraged buyouts (LBOs) het beter doen dan de markt. LBOs lieten met name een goede performance zien in de jaren 1980. In de jaren 1990 zijn de rendementen wat lager, maar sinds het begin van 2000 zijn LBOs weer in staat om een hoog rendement te genereren. De rendementen van LBOs lijken zich aan het golfpatroon in de markt aan te passen.

Venture capital (VC) lijkt beter te renderen dan leveraged buyouts in de jaren 1990. Kaplan en Schoar (2005) vinden dan ook dat de PME op VC hoger is dan op LBOs. Phalippou en Gottschalg (2006) daarentegen laten een zeer lage PME zien van 0.76. In hun database is het einde van de IT-zeepbel goed gedocumenteerd. Jones en Rhodes-Kropf (2004) daarentegen laten met name het hoogtepunt zien en geven een IRR van maar liefst 19.3%.

Individuele fondsen geven een flink afwijkende performance van het gemiddelde rendement. Private equity wordt echter gekenmerkt door persistentie in de performance van fondsmanagers (Kaplan en Schoar, 2005). In tegenstelling tot beleggingsfondsen, hebben private equity fondsmanagers die een goed rendement behalen een grote kans bij volgende fondsen eveneens een hoger rendement te laten zien. Daarnaast bestaat er een optimale fondsgrootte, veroorzaakt door toe- en afnemende schaalvoordelen. De performance hangt ook af van het totale vermogen gecommiteerd aan private equity-wereldwijd. Een plotselinge stijging kan leiden tot een fenomeen waar teveel vermogen jaagt op te weinig deals (Gompers en Lerner, 2000). Bijvoorbeeld voor buyouts aan het eind van de jaren 1980 of voor venture capital aan het begin van de jaren 2000.

5. RAISON D'ÊTRE: DE VRAAG NAAR PRIVATE EQUITY

Zoals eerder genoemd wordt de vraagcurve in de markt van private equity bepaald door ondernemingen die baat hebben bij private financiering. Private financiering is op zijn plaats voor ondernemingen die knelpunten in de gang naar de financiële markten tegenkomen. Op deze publieke markt doen twee soorten problemen zich veelvuldig voor omwille van het feit dat de aandeelhouders eigenlijk outsiders zijn: moral hazard en adverse selectie. Om deze te vermijden dienen investeerders voor de investering een grondige due diligence te ondernemen, en nadien goed toezicht uit te oefenen (monitoring). Deze activiteiten worden niet altijd adequaat uitgeoefend op financiële markten.

Private equity kan deze problemen verminderen door zijn specifieke karakteristieken die gerelateerd zijn aan de directe betrokkenheid van de aandeelhouders met het management van de onderneming⁹.

Knelpunt 1: moral hazard en gebrek aan discipline

⁹ Publieke vermogensmarkten verzorgen liquiditeit, maar bedingen tegelijkertijd een corporate governance model dat veel exogene controlemechanismen opwerpt, zodat de manager niet de gewenste afweging kan maken tussen zijn autonomie en de gewenste financieringskosten (Boot et al., 2006).

Een bestaansreden voor private equity is het *agency problem*, hetgeen voortkomt uit informatieasymmetrie en andere marktimperfecties (Jensen en Meckling, 1976). Het management van een onderneming dient de belangen van de aandeelhouders goed te vertegenwoordigen. Aandeelhouders kennen het management een zekere autonomie of beslissingsbevoegdheid toe, maar zodra de disciplinerende werking van de financiële markt tekort schiet ontstaat het gevaar dat het management in eigen belang suboptimaal gaat handelen (*moral hazard*).

De beurskoers geeft doorgaans een goed beeld van de prestaties en het beleid van een genoteerde onderneming. Zodoende krijgt een inefficiënt werkende onderneming een lagere waardering dan wellicht qua potentieel mogelijk is; dientengevolge loopt deze onderneming het risico overgenomen te worden. In de jaren tachtig werden veel ondernemingen middels een vijandige overname van de beurs gehaald door leveraged buyout fondsen teneinde de onderneming te herstructureren en later weer te verkopen. De enorme schuld die de raider opbouwt door een dergelijke leveraged buyout, legt de onderneming een zekere vorm van disciplinerende op door de vrij besteedbare cash flow te beperken. Deze gedachte is weergegeven in de ‘free cash flow’ theorie (Jensen, 1986, 1989).

Het beperkte aantal aandeelhouders vereenvoudigt de coördinatie tussen hen en maakt het kostbare monitoren en controleren van de onderneming en het management mogelijk (Gompers, 1995; Lerner, 1994). Een gemiddelde venture capitalist bezoekt de ondernemingen in zijn portefeuille bijvoorbeeld gemiddeld 19 keer per jaar (Gorman en Sahlman, 1989).

Door de beloning van de manager op lange termijn afhankelijk te maken van de waarde van de onderneming, worden de belangen van de manager in overeenstemming gebracht met die van de aandeelhouder. Daarnaast maken ze uiteraard ook gebruik van de directe controlebevoegdheden waarover ze beschikken, zoals zeggenschap omwille van hun aanzienlijke aandelenpakket en zitting in de raad van commissarissen (Gompers, 1995). Sinds de buyoutgolf van de jaren tachtig hebben ook beursgenoteerde ondernemingen verschillende incentivesystemen overgenomen en is het beleid meer “waardegericht” geworden. Dit wil niet zeggen dat de agencyproblemen en de informatieachterstand tussen het bestuur en beleggers van genoteerde ondernemingen verdwenen is. Integendeel, agency- en informatieproblemen manifesteren zich nog steeds. De boekhoudschandalen van beursgenoteerde ondernemingen zoals Enron in de Verenigde Staten en Ahold hier in Nederland zijn slechts enkele voorbeelden.

Knelpunt 2: informatieproblemen in de financiële markt

Een tweede bestaansreden voor de vraag naar private equity is de informatieasymmetrie tussen de onderneming en de financiële markten. Uitgangspunt bij een perfecte financiële markt is dat de betrokken partijen tegelijkertijd over alle relevante informatie beschikken. De praktijk leert echter dat de vermogensmarkt niet aan dit beginsel kan voldoen. Vergelijkbaar met een zogenaamde ‘market for lemons’¹⁰ kunnen ondernemingen

¹⁰ Akerlof (1970) beschrijft de ‘market for lemons’ aan de hand van het klassiek geworden voorbeeld van tweedehands auto’s.

die pretenderen succesvol te zijn sterk worden overgewaardeerd, terwijl andere ondernemingen met een onbekende (maar in werkelijkheid hoge) kwaliteit een lage waardering krijgen. Deze vaststelling is een ‘adverse selectie’ probleem. Een veronderstelde onderwaardering door informatieproblemen of andere oorzaken kan een reden zijn voor een onderneming om de beursnotering te beëindigen. Met behulp van een investeringsmaatschappij kiezen de ondernemingen dan veelal voor een meer directe informatieoverdracht met de financier. Voor vele startende ondernemingen is venture capital de enige mogelijke bron van financiering, gegeven de enorme onzekerheid en de hoge mate van asymmetrische informatie.

Veel startende ondernemingen hebben tevens baat bij de reputatie die verschaft wordt door een venture capitalist met een goede naam. Vooral voor startende ondernemingen kan de private financiering een aanzienlijke signaalwaarde hebben (Bygrave en Timmons, 1992). De onderneming geniet van een betere reputatie en verhoogde geloofwaardigheid omdat ze met succes het selectieproces van de private investeerder doorstaan heeft. Hierdoor wordt de onzekerheid verminderd voor andere partijen die relaties met de onderneming willen aangaan, en dit kan bijvoorbeeld leiden tot toegang tot bankfinanciering. De geloofwaardigheid van venture capitalists certificeert tevens de prijs in een beursgang (Megginson en Weiss, 1991). Daarnaast hebben private equity fondsen een belangrijke rol in het personeelsbeleid en leveren toegang tot een uitgebreid netwerk van adviseurs, zakenpartners en mogelijke klanten en leveranciers (Kaplan en Strömberg, 2001). Private investeerders zien toe op de vooruitgang en de strategie van de onderneming, en hebben een actieve adviserende rol, bijvoorbeeld op het vlak van financieel beleid en overnamepolitiek (Wright et al., 2001).

De kwaliteit van de vraag naar private equity financiering is echter ook voor private equity fondsen moeilijk in te schatten. Het te verwachten rendement is dus eveneens met onzekerheid omgeven. Het werkelijke niveau wordt geleidelijk bekend als openvolgende transacties worden uitgevoerd (Smit en Van den Berg, 2006). Met behulp van deze informatie neemt de onzekerheid voor anderen af en zij kunnen een betere inschatting maken van het rendement. Echter, het werkelijke rendement is pas jaren later bekend. *The proof of the pudding is in the eating.*

Investeringsmaatschappijen specialiseren zich in bepaalde sectoren of bepaalde types transacties, net om over betere informatie te beschikken en informatieproblemen beter aan te kunnen pakken. Dit is ook een van de redenen, naast onder meer risicospreiding, waarom private investeerders transacties syndiceren (Lerner, 1994). Hierbij financiert een consortium van private equity fondsen met verschillende vaardigheden een onderneming. Ook hebben sommige private equity investeerders betere informatie dan andere private equity fondsen en mits deze gunstig is, zullen zij vroeger in de golf investeren dan minder goed geïnformeerde spelers (Smit en Van den Berg, 2006).

6. HET AANBOD VAN PRIVAAT VERMOGEN

Het aanbod van vermogen wordt bepaald door private equity partnerships. Deze private equity partnerships zijn ontstaan als intermediair tussen de ondernemingen die lange termijn private financiering behoeven, en de institutionele beleggers, die op zoek zijn naar geschikte rendabele investeringen met een lange termijn horizon. Aangezien institutionele beleggers onvoldoende expertise hebben in dit type investeringen laten ze dit over aan gespecialiseerde intermediairs: de private investeringsfondsen. Deze laatst genoemden beschikken over een uitgebreid netwerk en hebben expertise in monitoren, hetgeen nieuwe investeringsmogelijkheden en betrouwbare informatiestromen verzekert. Investeringen in durfkapitaal bijvoorbeeld vereisen zeer specifieke en diepgaande kennis van een bepaalde technologie of bedrijfstak, terwijl buyout investeringen capaciteiten op het vlak van herstructureren vergen.

Een private equity fonds heeft een levensduur van ongeveer 10 tot 12 jaar. Het fonds vraagt beleggers vermogen te committeren voordat de operaties aanvangen. In de eerste jaren maken de fondsmanagers (general partners) de investeringen met het vermogen dat opgevraagd wordt bij de beleggers (limited partners). Fondsmanagers ontvangen een beloning van rond de 1 à 2 procent van het gecommitteerde vermogen of het geïnvesteerde vermogen en een performance fee van rond de 20 procent van de winsten van het fonds.

Hoewel private equity de agent-principaal-problemen tussen management van de onderneming en haar aandeelhouders vermindert, kan de relatie tussen de general partner en de limited partner ook hinder ondervinden van een nieuw agency probleem. Bijvoorbeeld, Jones en Rhodes-Kropf (2004) laten zien dat private equity investeerders te veel rekening houden met idiosyncratisch risico in plaats van alleen het systematisch risico. General partners lijken compensatie te eisen voor het idiosyncratisch risico dat zij lopen, omdat ze niet in staat zijn om dit weg te diversifiëren.

Kaplan en Schoar (2005) laten de heterogeniteit in de performance van investeerders zien. In tegenstelling tot beleggingsfondsen, zijn private equity fondsen met een goede performance beter in staat om een opeenvolgend fonds in de markt te zetten dat eveneens hoge rendementen oplevert. De oorzaak is gegeven in het feit dat general partners verschillen in hun kwaliteit en vaardigheden. Private equity fondsmanagers hebben veelal exclusieve toegang tot specifieke transacties en zij staan het management bij met value added services op het gebied van managementadvies, personeelsbeleid en strategie.

Private equity fondsmanagers hebben de mogelijkheid om proactief de rendementen op hun investeringen te beïnvloeden door middel van het bepalen van koop- en verkoopmomenten. Door de onbalans in vraag en aanbod naar vermogen is de verdeling van de opbrengsten van de nieuwe onderneming afhankelijk van de onderhandelingspositie van private equity fonds en ondernemer. Venture capitalists zijn in staat om extra rendementen te onttrekken aan de onderneming, wanneer het aanbod van vermogen beperkt is (Inderst en Müller, 2004). Poterba (1989) laat zien dat de aanbodcurve van vermogen stroperig is. Het kost tijd om een nieuw fonds op te zetten en het te grote aanbod dat na verloop van tijd ontstaat, leidt tot een fenomeen van geld op jacht naar deals zoals beschreven in Gompers en Lerner (2000).

Ljungqvist en Richardson (2003) vinden dat fondsmanagers het tempo waarin ze investeren versnellen, als ze opereren in een omgeving waarin een tekort aan vermogen is. Wanneer het aanbod van vermogen toeneemt, neemt de competitie in felheid toe en in deze oververhitte markten kan de performance weer verslechteren (Kaplan en Stein, 1993; Gompers en Lerner, 2000). De exit van de investering is onder de directe controle van de private equity investeerder en zij zijn dan ook in staat om de exit op het juiste tijdstip plaats te laten vinden in een gunstig economisch klimaat.

7. CONCLUSIE

Dit artikel beschrijft aan de hand van de literatuur de belangrijkste implicaties voor de markt van private equity. De specifieke karakteristieken van private equity zorgen ervoor dat vraag en aanbod van vermogen in onbalans kunnen zijn en dat rendementen fluctueren. Het langdurig rendement van private equity lijkt overeen te komen met public equity. Er bestaat echter grote heterogeniteit tussen verschillende private equity fondsen. Private equity partnerships met goed renderende fondsen zijn vaak in staat om ook succesvolle vervolgfondsen in de markt te zetten. Daarnaast zien we dat buyouts een hoger rendement laten zien in de jaren tachtig en de venture capital een hoger rendement in de jaren negentig. Het rendement fluctueert gedurende de golf van investeringsvolumes.

Het aanbod van vermogen is niet volledig elastisch maar wordt gekenmerkt door stroperigheid. Het oprichten van een nieuw fonds en het investeren van het vermogen neemt tijd in beslag. Bestaande private equity fondsen zullen hun investeringen versnellen en gebruik maken van de tijdelijke relatieve schaarste van vermogen. Er bestaat een gevaar van overshooting als nieuwe fondsen tegelijkertijd de markt van vermogen voorzien. Dit leidt tot een situatie waar “too much money is chasing too few deals”.

De kwaliteit van de vraag naar vermogen en het niveau van de vraagcurve is met onzekerheid omgeven en voor financiers moeilijk in te schatten. Elke transactie onthult informatie over de vraagcurve en het verwachte rendement. Echter, de informatie-economie leert ons dat kuddegedrag kan ontstaan welke resulteert in een cyclisch patroon of golf van investeringsvolumes. Het risico en rendement op private equity worden negatief beïnvloed door deze golf.

Al met al wordt de markt voor private equity gekenmerkt door een enorme dynamiek, die nauw samenhangt met de economische ontwikkeling, en perioden van sterke groei en inkrimping wisselen elkaar af. De opkomst van leveraged buyouts in de jaren tachtig en de ineensstorting van deze in 1989 en de venture capital hype aan het eind van de jaren negentig zijn hier voorbeelden van.

Het risico op de investeringen neemt toe in een dergelijke markt. Als de groei van de economie vertraagt, kan de leverage te hoog zijn en dit noodzaakt op zijn minst tot een herfinanciering teneinde de interestbetalingen te waarborgen. Eveneens is de volgende koper niet meer bereid om eenzelfde hoge prijs te betalen. Aan het eind van een golf neemt het risico op een financieel faillissement toe en de exit van de onderneming kan vertraagd worden en een lagere prijs opleveren. Het liquiditeitsrisico laat zich gelden.

De waarde van private equity vloeit voort uit de directe betrokkenheid van de financier bij de onderneming. In de toekomst zal concurrentie wellicht leiden tot verdere specialisatie. Investeringsmaatschappijen zullen zich temidden van het overweldigende aanbod van vermogen willen diversifiëren. Om hierin te slagen, moeten ze over een superieure bekwaamheid beschikken om selectieproblemen op te lossen, transacties te initiëren of incentive- en managementproblemen aan te pakken, bijvoorbeeld door een betere expertise omtrent een sector of een technologie.

LITERATUUR

- Akerlof, G.A. (1970), The Market for 'Lemons', Qualitative Uncertainty and Market Mechanisms, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3 (August), pp. 488-500.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership, *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 2, pp. 803-836.
- Bygrave, W. D. en J. A. Timmons (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press.
- Chen, P., G.T. Baierl en P.D. Kaplan (2002), Venture Capital and Its Role in Strategic Asset Allocation, *Journal of Portfolio Management*, vol. 28, no. 2, pp. 83-89.
- Cochrane, J. H. (2005), The Risk and Return of Venture Capital, *Journal of Financial Economics*, vol. 75, no.1, pp. 3-52.
- Diller, C. en C. Kaserer (2007), What Drives Private Equity Returns? Fund Inflows, Skilled GPs and/or Risk, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, *Working Paper*.
- Fox, I. en A. Marcus (1992), The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts, *The Academy of Management Review*, vol. 17, no. 1 (January), pp. 62-85.
- Gompers, P. (1995), Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital, *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 5 pp. 1461-1490.
- Gompers, P. en J. Lerner (1999), What Drives Venture Capital Fundraising? National Bureau of Economic Research, *Working Paper No 6906*.
- Gompers, P. en J.Lerner (2000), Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations, *Journal of Financial Economics*, vol. 55, no. 2, pp. 281-325.
- Gorman, M. en W. Sahlman (1989), What Do Venture Capitalists Do?, *Journal of Business Venturing*, vol. 4, no. 4, pp. 231-248.
- Inderst, R. en H.M. Müller (2004), The Effect of Capital Market Characteristics on the Value of Start-up Firms, *Journal of Financial Economics*, vol. 72, no. 2, pp. 319-356.
- Jensen, M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, no. 2 (May), pp. 323-329.
- Jensen, M. (1989), The Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review*, vol. 67, no. 5 (September-October), pp. 61-74.
- Jensen, M. en W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4 (October), pp. 305-360.

- Jones, C.M. en M. Rhodes-Kropf (2004), The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity, Columbia University, *Working Paper*.
- Kaplan, S. (1989), The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics*, vol. 24, no. 2 (October), pp. 217-254.
- Kaplan, S.N. en A. Schoar (2005), Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, *Journal of Finance*, vol. 60, no. 4, pp. 1791-1823.
- Kaplan, S. N en J.C. Stein (1993), The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, no.2, pp. 313-57.
- Kaplan, S. en P. Strömberg (2001), Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring, *American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, May, pp. 426-430.
- Lerner, J. (1994), The Syndication of Venture Capital Investments, *Financial Management*, vol. 23, no. 3 (Autumn), pp. 16-27.
- Ljungqvist, A. en M. Richardson (2003), The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity, NYU Stern, *Working Paper*.
- Meggison, W. en K. Weiss (1991), Venture Capital Certification in Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 3, pp. 879-893.
- National Venture Capital Association (NVCA) (2005), Performance Q4 04, *press release*.
- Phalippou, L. en O. Gottschalg (2006), The Performance of Private Equity Funds, *Le Cahiers de Recherche* 852, Groupe HEC.
- Poterba, J. (1989), Venture Capital and Capital Gains Taxation, in: L.H. Summers (ed.), *Tax Policy and the Economy*, vol. 3, MIT Press, Cambridge, MA.
- Sahlman, W. (1990), The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no. 2, pp. 473-521.
- Schmidt, D. (2004), Private Equity-, Stock- and Mixed Asset-Portfolios: A Bootstrap Approach to Determine Performance Characteristics, Diversification Benefits and Optimal Portfolio Allocations, *CFS Working Paper No. 2004/12*.
- Smit H.T.J. (2001), Acquisitions Strategies as Option Games, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, no. 2 (Summer), pp. 79-89.
- Smit, H.T.J. (2004), Waarde en Ontwikkeling van Buyouts, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 79, nr. 1/2 (januari/februari), pp. 32-41.
- Smit H.T.J. en W.A. van den Berg (2006), Private Equity Waves, Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2006-053/2.
- Weidig T., en P.-Y. Mathonet (2004), The Risk Profile of Private Equity, *EIF Working Paper*.
- Wright, M., R. Hoskisson, en L. Busenitz (2001), Firm Rebirth Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship, *Academy of Management Executive*, vol. 15, no. 1, pp. 111-125.

BELANGENCONFLICTEN IN DE PRIVATE EQUITY MARKT

Anjolein Schmeits¹

SAMENVATTING

De private equity markt heeft de afgelopen jaren een enorme vlucht genomen. Transacties nemen snel toe in omvang, en de rendementen behaald door private equity fondsen en het grote aanbod van vreemd vermogen tegen aantrekkelijke condities hebben geleid tot een toenemende beschikbaarheid van financiering voor private equity deals. Ofschoon de rol van private equity investors veelal als positief kan worden gezien, zijn er steeds vaker kritische geluiden te horen over de ontwikkelingen in deze markt. Deze hebben te maken met de sterk toenemende schuldenlast van ondernemingen in private equity transacties en de potentiële belangenconflicten die kunnen ontstaan tussen de bij de transacties betrokken partijen. Ook zijn er door regelgevende instanties zorgen geuit over de concurrentieverhoudingen en marktstructuur in de private equity markt. In deze bijdrage worden de hiermee samenhangende risico's van private equity uiteengezet, en worden mogelijke beleidsimplicaties en oplossingen besproken.

1. INLEIDING

De private equity markt heeft recentelijk een grote vlucht genomen. Het aantal private equity fondsen is in de afgelopen jaren wereldwijd gestegen tot circa 2700 in 2006, met een belegd vermogen in participaties van ruim \$500 miljard. Verder krijgen deze fondsen steeds meer vermogen tot hun beschikking. Alleen al in het afgelopen jaar hebben private equity fondsen in de Verenigde Staten en Europa rond \$430 miljard aan nieuw te beleggen kapitaal verkregen.² Ook het belang van de junk bond markt en het aanbod van private leningen ter financiering van private equity transacties zoals management buyouts (MBOs) en – meer algemeen – leveraged buyouts (LBOs) is sterk toegenomen.

De totale omvang van nieuwe buyout transacties in 2006 bedroeg wereldwijd \$542 miljard, en de transacties worden steeds groter. Het recente overnamebod op het Texaanse energie-concern TXU, geïnitieerd door de Texas Pacific Group, KKR en Goldman Sachs, bedroeg maar liefst \$45 miljard en overtrof het pas sinds 7 februari staande record van \$39 miljard betaald in de overname van het Amerikaanse Equity Office Properties

¹ Dr Anjolein Schmeits is verbonden aan de Stern School of Business van New York University, New York (USA).

² Zie *The Economist* (2007a). Deze toename is in belangrijke mate toe te schrijven aan de aantrekkelijke rendementen behaald door met name de grotere private equity fondsen, zie de *Venture Economics database* (2006) en *Thomson Datastream* (2006). Kaplan en Schoar (2006) laten zien dat de gemiddelde brutorendementen van zowel venture capital fondsen als LBO fondsen gedurende de periode 1981-2000 hoger waren dan het rendement op de S&P 500 index.

Trust.³ De gemiddelde rendementen behaald door de grote private equity fondsen op hun investeringen hebben ertoe geleid dat men steeds actiever op zoek gaat naar nieuwe transacties, en – naar het lijkt – ook een steeds kortere turnaround tijd.

De Europese situatie is niet veel anders. En ook in Nederland voelen grote beursfondsen zoals onder meer (voormalig) VNU, Stork, Ahold, en meest recentelijk ABN Amro, in toenemende mate druk van private equity investors, en zijn private equity transacties zowel in aantal als in omvang toegenomen.

Ofschoon er positieve aspecten zijn verbonden aan de rol van private equity investors en hun disciplinerende invloed op het management van ondernemingen, zijn er zowel in de academische literatuur als in de financiële pers steeds vaker kritische geluiden te horen over de recente ontwikkelingen in deze markt.⁴ In de eerste plaats betreft dit een imagoprobleem. Dit is op zich niets nieuws. Ook in de buyout- en overnamegolf in de jaren 80 kwamen private equity investors in de publieke opinie onder vuur te liggen, omdat ze ondernemingen opzadelden met grote schuldenlasten en/of in stukken hakten om zo snel mogelijk grote winsten te behalen.⁵ Private equity fondsen zijn in antwoord op recente kritiek een publiciteitsoffensief begonnen waarin de voordelen van private equity transacties voor het collectief van de stakeholders in de betrokken ondernemingen (naast het management en vermogensverschaffers betreft dit werknemers, consumenten, etc.), de werkgelegenheid, economische groei en zelfs het milieu worden benadrukt.⁶

Daarnaast is er kritiek met betrekking tot de risico's voortvloeiend uit de sterk toenemende schuldenlast van ondernemingen in buyout transacties en de potentiële belangenconflicten die in dit soort transacties kunnen ontstaan tussen het management en de grootaandeelhouders aan de ene kant en de minderheidsaandeelhouders en vreemd vermogensverschaffers aan de andere kant. Bovendien hebben regelgevende instanties hun zorgen geuit over de marktstructuur en concurrentieverhoudingen in de private equity markt.

Ofschoon ook hier overeenkomsten zijn te ontdekken met de LBO- en overnamegolf in de jaren 80, bestaan er ook enige verschillen. In de eerste plaats lijkt het erop dat de toenmalige LBO's veelal disciplinerend waren ten opzichte van managers, en gericht op

3 Het oude record vóór deze transactie was \$33 miljard, geboden in de leveraged buyout (LBO) van de ziekenhuisketen Hospital Corporation of America (HCA). Insiders schatten in dat in het huidige marktklimaat transacties tot \$90 miljard gefinancierd kunnen worden (zie *Business Week*, 2006).

4 Deze kritische geluiden zijn het meest hoorbaar in het Verenigd Koninkrijk, waar vakbondsbestuurders en politici recent zeer publiekelijk hun zorgen hebben geuit over de rol van private equity in het herstructureren van ondernemingen. De Financial Service Authority heeft een onderzoek gelast naar de risico's en de wenselijkheid van regulering in de Britse private equity markt (zie FSA, 2006). Ook in Nederland speelt deze discussie nu volop, en vonden op 11 april hoorzittingen plaats in de Tweede Kamer.

5 Zie bijvoorbeeld de fascinerende beschrijving van de totstandkoming van de RJR Nabisco buyout in het boek *Barbarians at the Gate* (Burroughs en Helyar, 2003), waarin private equity partijen niet positief worden gekarakteriseerd.

6 Zie *The Economist* (2007b). Een van de condities voor de overname van TXU was dat de onderneming plannen voor de bouw van 8 nieuwe steenkoolcentrales schrapt, en zocht naar meer milieuvriendelijke alternatieven. Overigens sluit de aandacht voor de belangen van werknemers en andere stakeholders dan de vermogensverschaffers aan op het "Rijnlandse model" van de onderneming, waarin aan ondernemingen ook een maatschappelijke waarde en verantwoordelijkheid wordt toegekend. Ofschoon het Angelsaksische model van de onderneming, dat is gericht op waardemaximalisatie voor de aandeelhouders, hier vaak tegenover wordt geplaatst, staan beide modellen niet op gespannen voet met elkaar indien maximalisatie van de aandeelhouderswaarde niet ten koste gaat van andere bij de onderneming betrokken stakeholders.

de ontmanteling van inefficiënt opererende conglomeraten. In de huidige situatie staat het management in het algemeen minder afwijzend tegenover going private transacties, en is ze steeds vaker een deelnemende partij via management buyouts (MBOs).⁷ Een tweede observatie is dat er steeds minder tijd lijkt te verstrijken tussen het begin van de herstructurering van de van de beurs gehaalde ondernemingen en het tijdstip van een nieuwe beursgang en/of de beloningen en fees die private equity partijen (inclusief het management) zichzelf toekennen in deze transacties. Ten derde lijkt een afname van beschermingsconstructies (in Nederland bovendien gecombineerd met een relatief open aandeelhoudersstructuur) ondernemingen meer kwetsbaar te maken voor bemoeienis door private equity investors. Verder leidt een toename van de omvang van deze transacties in toenemende mate tot syndicaatvorming van private equity fondsen, hetgeen invloed kan hebben op de concurrentieverhoudingen in de markt en het biedingsproces.

Een gevolg van de snelle turnarounds, de grotere rol van het management in buyout transacties, de toenemende mate van vreemd vermogensfinanciering en de gewijzigde concurrentieverhoudingen in de private equity markt, is dat de ruimte voor belangenconflicten in buyouts mogelijk verder is toegenomen ten opzichte van de jaren 80. In deze bijdrage worden deze belangenconflicten nader uiteengezet en worden potentiële oplossingen besproken. Ofschoon de nadruk hierbij ligt op belangenconflicten tussen management en/of verschillende groepen vermogensverschaffers, zullen ook enkele opmerkingen worden gemaakt over de invloed van buyout transacties op andere bij de onderneming betrokken stakeholders en private equity fondsen en beleggers zelf.

Een belangrijke conclusie is dat bescherming van minderheidsaandeelhouders in private equity transacties een zekere mate van transparantie van communicatie tussen het management en de aandeelhouders en ook een transparant en competitief biedingsproces vereist. Naast het aanscherpen van bestaande regelgeving en een betere naleving van transparantieverplichtingen, lijkt hierbij een rol weggelegd voor een optimaal design van het biedingsmechanisme in buyout transacties, het opleggen van restricties aan private equity syndicaten ter bevordering van een meer open marktstructuur, en het verschaffen van incentives voor het management om meerdere biedingen te genereren. Vanuit dit laatste gezichtspunt kan het opwerpen van tijdelijke overnamebarrières door het management wenselijk zijn teneinde een “faire” prijs te garanderen voor de minderheidsaandeelhouders. Een laatste conclusie is dat bescherming van de belangen van vreemd vermogensverschaffers in private equity transacties mogelijk een aanscherping van clauses en betere monitoring vereist.

De opbouw van de rest van dit artikel is als volgt. Paragraaf 2 bespreekt de positieve invloed van private equity investors op de oplossing van het agencyprobleem tussen managers en het collectief van aandeelhouders van de onderneming, en benadrukt de toegevoegde waarde van vreemd vermogen (leverage) in private equity transacties. In

⁷ Naast motieven gerelateerd aan de hoge kosten van compliance met de Sarbanes-Oxley wetgeving voor beursgenoteerde ondernemingen, zijn steeds vaker genoemde argumenten voor going private transacties dat ze een grotere flexibiliteit in de beloning van het management mogelijk maken, en het management verder meer autonomie geven om onafhankelijk van de opinie van beleggers waardemaximaliserende beslissingen te nemen. Voor een uiteenzetting van dit laatste argument, zie Boot, Gopalan en Thakor (2006).

paragraaf 3 wordt ingegaan op de belangenconflicten tussen managers en grootaandeelhouders enerzijds en de minderheidsaandeelhouders respectievelijk vreemd vermogensverschaffers anderzijds, die kunnen ontstaan in buyout transacties. Ook bevat deze paragraaf een korte bespreking van agencyproblemen op het niveau van private equity partijen zelf. In paragraaf 4 worden enige oplossingen voor de belangenconflicten tussen het management en de verschillende groepen vermogensverschaffers besproken. Paragraaf 5 bevat de conclusies.

2. PRIVATE EQUITY ALS OPLOSSING VAN AGENCYPROBLEMEN TUSSEN MANAGERS EN AANDEELHOUDERS

Op zich lossen private equity transacties potentiële belangenconflicten op tussen managers en aandeelhouders. Hieraan zijn meerdere aspecten verbonden. Allereerst springen private equity investors in het machtsvacuüm dat binnen ondernemingen kan ontstaan door de scheiding van management en eigendom (zie Berle and Means, 1932). Dit is met name van belang voor ondernemingen met een wijdverbreid aandelenbezit. Zoals eerder uiteengezet door onder andere Shleifer en Vishny (1986) lost de aanwezigheid van een of meerdere grootaandeelhouders een free-rider probleem op, hetgeen een meer adequate monitoring van het management garandeert.⁸ Dit is overwegend positief, omdat grootaandeelhouders waardeverhogende veranderingen in het ondernemingsbeleid en strategische herpositioneringen kunnen doordrukken middels een actieve representatie in de raad van commissarissen of door het initiëren van overnames.

Overigens is een potentieel nadeel van dit mechanisme dat te veel interventie door grootaandeelhouders ex post kan leiden tot een gebrek aan de ontplooiing van managementinitiatief en ondernemings specifieke investeringen ex ante (zie Burkart, Gromb en Panunzi, 1997). Dat wil zeggen, ofschoon een monitoring rol van grootaandeelhouders achteraf wenselijk kan zijn, lijkt een zekere inperking van de bemoeienis van grootaandeelhouders met het ondernemingsbeleid in sommige gevallen tegelijkertijd noodzakelijk om het management enige speelruimte te geven.⁹ Dit roept uiteraard de vraag op wat de optimale aandeelhouderstructuur van ondernemingen is, en in welke mate een geconcentreerde eigendomsstructuur wenselijk is.

Een tweede aspect is dat het eigendomsbelang dat managers en private equity partijen in een management buyout nemen en de compensatie die de managers na het van de beurs halen van de onderneming ontvangen, kunnen leiden tot een verbetering van

8 Het free-rider probleem is een coördinatieprobleem dat ontstaat doordat kleine (vaak anonieme) aandeelhouders erop vertrouwen dat de kosten van het toezicht houden op het management van de onderneming worden gedragen door andere aandeelhouders, met als gevolg dat niemand de monitoring rol op zich neemt ondanks het feit dat iedereen hiervan profiteert (zie bijvoorbeeld Grossman en Hart, 1980). Aandeelhouders met een groter belang in de onderneming vinden het daarentegen meer de moeite waard om te monitoren, omdat ze als grootaandeelhouder meer kunnen profiteren van de waardeverhoging van hun initiële aandelenbelang en/of anderszins meer zeggenschap in de onderneming verwerven.

9 Dit is met name relevant voor de Nederlandse situatie. De invloed van grootaandeelhouders op materiële ondernemingsbeslissingen voortvloeiend uit de Code Tabaksblat lijkt hier groter te zijn dan in de Verenigde Staten, waar de invloed van aandeelhouders meer controlerend achteraf is (zie Boot, 2006, Boot en Macey, 2004, en Boot, Macey en Schmeits, 2006).

incentives om veranderingen door te voeren, omdat er een meer direct verband bestaat tussen de beloning voor deze partijen en de ondernemingsprestaties (in het bijzonder waardecreatie voor de aandeelhouders).¹⁰

Ten derde kan de financiering van buyout transacties met grote hoeveelheden vreemd vermogen (leverage) disciplinerend werken. De interest- en aflossingsverplichtingen verbonden aan dit vreemd vermogen plaatsen restricties op de cash flow die managers ter beschikking hebben voor minder goede investeringen, en dwingen onder meer tot een meer efficiënte kostenstructuur en het genereren van cash door het versneld afstoten van minder rendabele bedrijfsactiviteiten. Dit is het alom bekende Free Cash Flow argument dat naar voren is gebracht door Michael Jensen (1986, 1989). De dreiging van faillissement verbonden aan een hoge mate van leverage lost dus ook een agencyprobleem op tussen managers en aandeelhouders: ze reduceert “overinvestment” en verhoogt de urgentie om daadwerkelijk veranderingen door te voeren.¹¹

De verbeterde incentives voortvloeiend uit de aandelenbelangen van managers en private equity investors in management buyouts worden door de hoge mate van leverage verder versterkt, omdat dit de gevoeligheid van aandelenrendementen voor de ondernemingsprestaties vergroot.

De waardecreatie ten gevolge van verbeteringen in het management door de financiering van buyouts met vreemd vermogen kan worden toegevoegd aan de vaak substantiële voordelen voortvloeiend uit de fiscale aftrekbaarheid van interestlasten. De ervaring met leveraged recapitalisaties en LBOs in de jaren 80 toont inderdaad aan dat de creatie van aandeelhouderswaarde gemeten in de aankondigingseffecten van deze transacties de waarde van zelfs optimistisch ingeschatte belastingvoordelen significant kan overstijgen.¹²

3. BRONNEN VAN NIEUWE BELANGENCONFLICTEN IN PRIVATE EQUITY TRANSACTIES

Ofschoon buyout transacties het bestaan van agencyproblemen tussen management en aandeelhouders kunnen verminderen, kunnen ze echter ook nieuwe belangenconflicten creëren. Een voorbeeld is dat het management van een onderneming onder dreiging van een overname die kan leiden tot haar vervanging een kortetermijnvisie adopteert, en mogelijk in paniek acties onderneemt om de resultaten van de onderneming onmiddellijk te verhogen. Een dergelijk “short-termism” kan zich manifesteren in het inkopen van

¹⁰ Zoals reeds eerder aangegeven is dit een steeds vaker genoemde reden voor managers om going private transacties te overwegen. In vergelijking met beursgenoteerde ondernemingen kunnen private equity partijen managers beter belonen voor goede performance. Hierdoor wordt het makkelijker getalenteerde managers aan te trekken, hetgeen de onderneming op lange termijn bevoordeelt (zie Business Week, 2006). Overigens krijgen ook werknemers soms een eigendomsbelang in buyout transacties, hetgeen kan leiden tot verbeterde incentives op lagere niveaus dan het topmanagement.

¹¹ Een tegenargument is dat een te grote hoeveelheid vreemd vermogen op de balans van de onderneming ertoe kan leiden dat ze niet voldoende kan investeren, omdat het moeilijker wordt om nieuw (eigen) vermogen aan te trekken voor nieuwe projecten (zie Stulz, 1990). Dit “underinvestment” probleem is minder relevant voor de typische buyoutkandidaten: gevestigde cash-rijke ondernemingen in verzadigde markten, maar kan problematisch zijn voor op groei georiënteerde ondernemingen.

¹² Zie bijvoorbeeld Stein (1988), Wruck en Barry (1989) en Kaplan en Stein (1990). Zo blijkt bijvoorbeeld dat ondernemingen in de jaren 80 na leveraged recapitalisaties en LBOs gemiddeld een meer efficiënte kostenstructuur met een lagere vaste kostencomponent (“operating leverage”) hebben gerealiseerd. Een interessante empirische vraag is of dit in de huidige golf van private equity transacties ook het geval is.

eigen aandelen, het achterwege laten van strategische investeringen, het plotseling toch afstoten van bepaalde bedrijfsactiviteiten, etc.¹³ Zulke “entrenchment” motieven kunnen de belangen van het collectief van aandeelhouders op de lange termijn schaden.¹⁴

Daarnaast kunnen zich ook binnen de groep aandeelhouders agencyproblemen voordoen, en ook is er ruimte voor agencyproblemen tussen het management en het collectief van aandeelhouders en de verschaffers van vreemd vermogen. Bovendien bestaan er potentiële belangenconflicten tussen vermogensverschaffers en andere stakeholders in de onderneming en tussen private equity fondsen en hun beleggers. Deze problemen worden hieronder meer uitgebreid besproken.

3.1. Managers en grootaandeelhouders versus minderheidsaandeelhouders

Ten eerste kan er een mogelijk belangenconflict ontstaan tussen managers en private equity partijen als grootaandeelhouders enerzijds en de kleinere aandeelhouders (minderheidsaandeelhouders) anderzijds. Het management en de private equity investors kunnen samenspannen tegen de kleinere aandeelhouders indien managers een begunstigde partij zijn bij de transactie. Dit kan zich uiten op verschillende manieren.

Bij een management buyout (MBO) bijvoorbeeld, waarbij de onderneming van de beurs wordt gehaald door het management zelf en het management samen met private equity partijen zorgt voor het benodigde kapitaal, zou het management acties kunnen ondernemen die de koers van het aandeel omlaag drijven, om zodoende een lagere prijs in de transactie te bedingen. Voorbeelden hiervan zijn het creëren van negatieve toekomstverwachtingen en/of het uitstellen van herstructureringen of verbeteringen in het ondernemingsbeleid. Dit gaat ten koste van de minderheidsaandeelhouders die vervolgens tegen een lagere prijs kunnen worden uitgekocht.

Ook kan het management trachten de bestaande basis van kleine aandeelhouders van zich te vervreemden (“disenfranchisen”) middels het doorvoeren van veranderingen in de vermogensstructuur en/of eigendomsstructuur van de onderneming. Een mogelijk voorbeeld hiervan in de jaren 80 is beschreven in het geval van Colt Industries. Het management van deze Amerikaanse onderneming deed een MBO in twee stappen: eerst een leveraged recapitalisatie waarbij de minderheidsaandeelhouders gedeeltelijk werden uitgekocht en een procentueel kleiner belang in de onderneming overhielden, later gevolgd door een MBO. Ofschoon er over de motieven van het management in deze deal achteraf slechts gespeculeerd kan worden, is een mogelijk punt van kritiek dat het management door het vervreemden van de kleine aandeelhouders in de eerste stap een betere prijs voor de uiteindelijke overname kon afdwingen (zie Stein, 1988).¹⁵

13 Een hieraan gerelateerd probleem is dat managers zichzelf onmisbaar kunnen proberen te maken door het doen van zeer management-specifieke investeringen (zie Shleifer en Vishny, 1989).

14 Overigens wordt dit argument vaak aangevoerd als reden voor een going private transactie. Managers en private equity investors stellen dan dat het van de beurs halen van een onderneming de onderneming lucht kan geven om noodzakelijke, op lange termijn gerichte veranderingen door te voeren. Dit argument is gebaseerd op de veronderstelling dat de financiële markten lijden aan short-termism, en dergelijke investeringen niet op waarde kunnen inschatten. Het is twijfelachtig of hier een empirische basis voor bestaat, en ondernemingen dit probleem niet door communicatie met investeerders kunnen voorkomen.

15 Een alternatieve, meer altruïstische, verklaring is dat het management met de eerste stap wilde testen of ze de interest- en aflossingsverplichtingen op het vreemd vermogen benodigd voor de gedeeltelijke buyout aankon, alvorens over te gaan tot een volledige buyout van de minderheidsaandeelhouders (die immers gepaard ging met een grotere hoeveelheid vreemd vermogen). De ontevredenheid van de aandeelhouders met de koersontwikkeling van het

Maar ook indien het management in een buyout aan de kant wordt gezet, kunnen overeenkomsten tussen grootaandeelhouders en het management over gouden handdrukken en afkoopsommen ten koste gaan van de minderheidsaandeelhouders. De vooruitzichten van een aantrekkelijk “severance package” conditioneel op de acceptatie van een overnamebod kan ertoe leiden dat het management bij een overname een te lage prijs accepteert, en niet voldoende actie onderneemt om een concurrerend bod te genereren.

Een veel geciteerd voorbeeld in dit verband is de Vodafone AirTouch-Mannesmann overname. In 1999 bracht het Britse Vodafone AirTouch een vijandig overnamebod uit op het Duitse telecombedrijf Mannesmann (zie Kedia, 2001). De toenmalige CEO van Mannesmann, Klaus Esser, verzette zich vocaal herhaaldelijk fel tegen deze overname op grond van het feit dat de geboden prijs te laag was. Toen de overname in 2000 toch doorging, bleek dat de leden van de supervisory board (raad van toezicht) op initiatief van een grootaandeelhouder aan Mannesmann’s management een totaal bedrag van \$125 miljoen aan gouden handdrukken toekenden in antwoord op Vodafone AirTouch’s overnamebod. Esser ontving hiervan \$30 miljoen na het opgeven van zijn verzet tegen de overname.¹⁶ Omdat deze voor Duitsland ongekend hoge afkoopregeling vóór de overname niet bestond en conditioneel was op de acceptatie van het bod, leidde dit tot de perceptie dat Esser zich in het accepteren van het bod mogelijk heeft laten beïnvloeden door deze bonus, dit tot sterk ongenoegen van Mannesmann’s kleinere aandeelhouders.¹⁷

Zoals duidelijk mag zijn uit de beschrijving van de Vodafone AirTouch-Mannesmann case staat het probleem van beloning voor het management overigens los van private equity. Echter, het toegenomen aantal overnametransacties door de groei van de private equity markt benadrukt de relevantie van dit probleem.

Een additioneel belangenconflict dat ten koste kan gaan van de kleinere aandeelhouders kan ontstaan door het samenspannen (“collusion”) van private equity investors in hun hoedanigheid van huidige en toekomstige grootaandeelhouders van de onderneming. De steeds grotere omvang van transacties vereist in vele gevallen een pooling van fondsen en leidt tot syndicaatvorming van private equity partijen. De vorming van netwerken van “bevriende” private equity fondsen die elkaar betrekken bij hun deals, kan ertoe leiden dat er toetredingsbarrières worden opgeworpen in de markt, met negatieve consequenties voor de marktstructuur en een competitief biedingsproces.¹⁸ De prijs-

aandeel na de MBO doet echter vermoeden dat het management mogelijk meer opportunistisch heeft gehandeld.

16 Ook in andere telecom-overnames aan het eind van de jaren 90 werden grote sommen geld aan managers van overnamekandidaten betaald. Sam Ginn, de CEO van AirTouch ontving \$150 miljoen na de overname van het bedrijf door Vodafone, en Hans Snook, CEO van Orange, ontving \$70 miljoen na de overname van Orange door Mannesmann. In de overname van Mannesmann door Vodafone AirTouch kreeg de CEO van Vodafone AirTouch, Chris Gent, verder een bonus van ongeveer \$10 miljoen.

17 Esser en de leden van de supervisory board werden later (in 2003) aangeklaagd voor het breken van hun fiduciaire plicht ten opzichte van de aandeelhouders van de onderneming, en werden in 2004 vrijgesproken, maar na hoger beroep in 2006 weer aangeklaagd. Onafhankelijk van de uitkomst van het juridische gevecht blijft, gezien de timing van de goedkeuring van de gouden handdruk, de perceptie van zelfverrijking in enige mate bestaan.

18 De reeds eerder genoemde studie van Kaplan en Schoar (2006) beschrijft dat de rendementen van de kleinere private equity fondsen achterblijven bij die van de grotere fondsen. Ofschoon hiervoor verschillende redenen kunnen bestaan, is dit mogelijk in overeenstemming met het feit dat de kleinere fondsen minder vaak worden betrokken bij attractieve transacties.

geboden in een buyout transactie kan hierdoor kunstmatig laag worden gehouden.¹⁹ Een bijkomend probleem kan ontstaan indien grootaandeelhouders individueel of als onderdeel van dergelijke syndicaten aandelenbelangen nemen in meerdere ondernemingen binnen een bepaalde sector, en hierdoor mogelijk kunnen profiteren van een informatievoorsprong ten opzichte van minderheidsaandeelhouders bij het uitbrengen van een bod en/of het beïnvloeden van de concurrentieverhoudingen in de sector.

3.2. Managers en grootaandeelhouders versus vreemd vermogensverschaffers

Naast agencyproblemen binnen de groep van aandeelhouders kan het gebruik van een grote mate van vreemd vermogen ter financiering van buyouts ook nieuwe belangenconflicten creëren tussen managers, handelend in het belang van het collectief van de aandeelhouders, en vreemd vermogensverschaffers, en binnen de groep van vreemd vermogensverschaffers zelf.

In de eerste plaats kan hierbij gedacht worden aan agencyproblemen zoals het nemen van excessieve risico's ("risk shifting") en/of het achterwege laten van noodzakelijke investeringen ("underinvestment"). Het nemen van excessieve risico's kan aantrekkelijk zijn omdat de aandeelhouders als residuele claimhouders in de onderneming profiteren van een goede uitkomst ("upside potential"), maar vanwege hun beperkte aansprakelijkheid een slechte uitkomst kunnen afwentelen op de vreemd vermogensverschaffers. Het achterwege laten van noodzakelijke investeringen kan zich voordoen indien de opbrengsten van dergelijke investeringen vanwege de prioriteit van hun claim voornamelijk toevallen aan de vreemd vermogensverschaffers van de onderneming, en niet aan de aandeelhouders. Deze verstoringen in het investeringsbeleid zijn inherent aan het gebruik van vreemd vermogen, maar worden verergerd naarmate het gebruik van vreemd vermogen, en dus het faillissementsrisico van een onderneming, toeneemt.

Een ander relevant probleem wordt gevormd door de cash dividenden die private equity partijen en het management in MBO's aan zichzelf uitbetalen, vaak onmiddellijk na het van de beurs halen van een onderneming, en voordat er ook maar enige verbeteringen zijn aangebracht in het cash flow potentieel van de onderneming. Hiermee samenhangend zijn de fees die private equity partijen bedingen voor hun advies bij het van de beurs halen en weer snel naar de beurs brengen van ondernemingen. Deze dividenden en fees vormen een "cash drain" op de onderneming precies op het moment dat ze een grote schuldenlast op zich neemt, met de daarbij behorende interest- en aflossingsverplichtingen. In vele gevallen wordt er zelfs extra geleend met het specifieke doel dergelijke fees en dividenden uit te keren.²⁰ Deze praktijk verhoogt het risico voor vreemd vermogensverschaffers, omdat er vaak meer vreemd vermogen wordt aangetrokken en het langer duurt voordat de leningen kunnen worden terugbetaald.

¹⁹ Recent academisch onderzoek kijkt naar de mogelijke implicaties voortvloeiend uit de vorming van netwerken tussen private equity investors, in het bijzonder venture capital fondsen (zie Hochberg, Ljungqvist en Yu, 2007a en 2007b). Deze problematiek heeft tevens belangstelling gewekt in de financiële pers, en van regelgevende instanties.

²⁰ Volgens Standard & Poor's LCD database hebben banken ondernemingen sinds 2003 \$71 miljard geleend voor het uitkeren van dividenden aan private equity partijen, in vergelijking met \$10 miljard gedurende de periode 1997-2003. Deze bedragen moeten worden toegevoegd aan de hoeveelheid vreemd vermogen aangetrokken voor de financiering van het daadwerkelijke overnamebod in buyout transacties om een beter idee te krijgen van de effectieve schuldenlast die ondernemingen in buyouts op zich nemen (zie Business Week, 2006).

Een recent Amerikaans voorbeeld is de buyout van het satellietbedrijf Intelsat Global Services, waar verschillende private equity partijen in 2005 binnen een jaar \$576 miljoen aan fees en dividenden accumuleerden op een totaal overnamebedrag van \$513 miljoen, dit ondanks het feit dat de onderneming \$325 miljoen verlies boekte en haar schuldenlast was toegenomen tot bijna \$5 miljard (hetgeen vervolgens resulteerde in meerdere credit rating downgrades). Een ander voorbeeld is de overname van het Amerikaanse autoverhuurbedrijf Hertz, waar binnen 6 maanden na de overname \$1 miljard aan dividend werd uitbetaald aan onder meer Merrill Lynch en de Carlyle Group (zie Business Week, 2006).

Deze praktijk verschilt van de buyout activiteiten in de jaren 80, waar de betrokken partijen veelal wachtten tot een materiële verbetering van de ondernemingsresultaten en/of het succesvol completeren van een herstructurering voordat men zichzelf beloofde. De huidige cultuur van “instant gratification” kan de incentives van management en private equity partijen significant verslechteren, omdat ze de beloning van de herstructurering vooraf opeisen.

Overigens is het hierboven beschreven “cash in and run” probleem vooral relevant wanneer het van de beurs halen van een onderneming weer snel wordt gevolgd door een nieuwe beursgang (“flipping”), en speelt het minder indien de private equity investors een langere-termijnbelang in de onderneming houden.²¹ Desalniettemin is het feit dat buyout financiering door zowel banken als ook in de junk bond markt in de recente LBO golf gepaard lijkt te gaan met steeds minder stringente clauses ter bescherming van schuldeisers mogelijk een negatieve factor (zie The Economist, 2006b).

Een laatste belangenconflict dat kan worden genoemd is een “bait and switch” probleem tussen de bestaande vreemd vermogensverschaffers van een onderneming en de verschaffers van nieuw vreemd vermogen in de buyout (zoals beleggers in junk bonds). De grote hoeveelheden nieuw vermogen aangetrokken in de buyout leiden ertoe dat het bestaande vreemd vermogen risicovoller wordt. Schuldeisers die hiervoor geen bescherming hebben zien de waarde van hun claim dientengevolge substantieel afnemen. Dit probleem is recentelijk verergerd door de sterk toegenomen beschikbaarheid van junk bond financiering tegen attractief lage interest percentages, waardoor ondernemingen mogelijk (nog) grotere hoeveelheden vreemd vermogen aantrekken.²²

3.3. Managers en grootaandeelhouders versus overige stakeholders (werknemers, etc.)

Ofschoon in de populaire pers vaak het tegendeel wordt beweerd, zijn de werknemers van ondernemingen die zich genoodzaakt zien om te herstructureren niet per definitie slechter af in een private equity transactie dan in het geval van een interne herstructurering. De druk die private equity partijen uitoefenen op het management van slecht pres-

21 In een recent working paper laten Cao and Lerner (2006) op basis van het meten van de performance van IPOs zien dat het weer snel naar de beurs brengen van buyout ondernemingen een minder waardevolle rol is voor private equity dan het herstructureren van een onderneming over een aantal jaren.

22 In de reeds eerder genoemde Colt Industries case verloren de bestaande obligatiehouders op het moment van de aankondiging van de leveraged recapitalisatie meer dan \$34 miljoen. Recentelijk hebben vreemd vermogensverschaffers geprobeerd zich tegen dit probleem te beschermen middels “change of control”-clauses. In Nederland bijvoorbeeld heeft KPN in maart 2006 een emissie geplaatst met deze bescherming voor obligatiehouders, dit ook vanwege het mogelijke risico van een buyout (zie The Economist, 2006b).

terende ondernemingen om te reorganiseren kan resulteren in het versneld doorvoeren van veranderingen die alle betrokken stakeholders – inclusief de werknemers – bevoor- delen. Private equity fondsen kunnen als relatieve outsiders in de buyout-onderhandelingen vaak ook beter concessies afdwingen van betrokken stakeholders, en daarmee impasses doorbreken die interne herstructureringen in de weg staan.²³ Desalniettemin kunnen buyout transacties die het management en private equity investors ten goede komen potentieel ten koste gaan van de belangen van werknemers.

Allereerst leidt een buyout tot een grote mate van onzekerheid voor werknemers en ook andere stakeholders. Dit is met name het geval indien private equity fondsen een korte turnaround tijd nastreven (“flipping”), hetgeen kan leiden tot een kortetermijn-focus en gepaard kan gaan met het opbreken van de onderneming, grootschalige kostenbesparingen en massaontslagen. De continuïteit van de onderneming op de lange termijn is hierbij niet altijd gebaat.

Ook lijkt het afdwingen van concessies in salarissen en pensioenaanspraken van de werknemers (althans in perceptie) niet verenigbaar met het vaak tegelijkertijd uitbetalen van grote bedragen aan fees en dividenden aan het management en private equity partijen. De cash die hierdoor wegvloeit uit de onderneming kan derhalve niet productief worden gebruikt ten behoeve van de herstructurering.

Ten derde kan worden opgemerkt dat de steeds hogere mate van vreemd vermogensfinanciering in recente buyout transacties het faillissementsrisico van de onderneming substantieel verhoogt. Dit maakt de al eerder beschreven agencyproblemen tussen managers en vreemd vermogensverschaffers daarom ook voor de werknemers relevant. Voor private equity transacties waarbij werknemers na de buyout een aandelenbelang in de onderneming krijgen betekent dit bovendien dat werknemers na de transactie een meer risicovolle claim op de onderneming hebben. Ofschoon dit hun incentives positief kan beïnvloeden, maakt een niet optimaal gediversifieerd belang in de onderneming werknemers voor wat betreft hun inkomen en pensioen meer gevoelig voor ondernemings-specifieke risico's.

3.4. Private equity fondsen versus uiteindelijke beleggers

Tenslotte kan nog worden opgemerkt dat er naast de hierboven beschreven belangenconflicten in de huidige golf van private equity transacties ook agencyproblemen kunnen ontstaan op het niveau van private equity partijen zelf. Als intermediairs verantwoordelijk voor het beleggen van het aan hen toevertrouwde kapitaal zijn zij immers onderhevig aan eenzelfde soort belangenconflicten tussen managers en de uiteindelijke beleggers (aandeelhouders) als de agencyproblemen die zij binnen de overnamekandidaten proberen op te lossen.

Het meest in het oog springende probleem in dit opzicht is het spanningsveld tussen het genereren van fees als een belangrijke component van de beloningsstructuur van de managers van private equity fondsen en het investeren in transacties die op langere

²³ Hier kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de oneindig lijkende onderhandelingen in de in moeilijkheden verkerende Amerikaanse auto-industrie tussen de vakbonden en het management over salarissen, ziektekosten en pensioenaanspraken.

termijn waardecreërend zijn voor de aandeelhouders. De grote beschikbaarheid van buyout financiering kan daardoor resulteren in incentives om zoveel mogelijk en zo groot mogelijke deals te genereren.

Ook kan dit leiden tot een minder zorgvuldige screening van buyoutkandidaten, met dientengevolge tegenvallende rendementen voor de uiteindelijke beleggers. Zoals al eerder uiteengezet, kan de nadruk op fee-generatie, met name voor transacties met een snelle turnaround (dat wil zeggen, buyout transacties die snel worden gevolgd door een nieuwe beursgang), bovendien leiden tot een meer kortetermijn-focus.

Daarnaast bestaat er mogelijk een probleem met betrekking tot de diversiteit en scope van de participaties van met name de grotere private equity fondsen (zoals bijvoorbeeld de Amerikaanse fondsen KKR, Blackstone en Carlyle). Deze partijen combineren in toenemende mate actieve participaties en buyout transacties in een groot aantal onge-relateerde bedrijfstakken, en lijken zelf steeds meer op de conglomeraten van de jaren 80. Ofschoon hieraan diversificatievoordelen kunnen zijn verbonden voor beleggers, rijst de vraag in hoeverre de private equity fondsen de comparatieve voordelen hebben deze brede basis van activiteiten efficiënt te managen en waardevolle herstructureringen door te voeren.

4. POTENTIËLE OPLOSSINGEN VOOR BELANGENCONFLICTEN EN MOGELIJKE BELEIDSIMPLICATIES

De bovenstaande uiteenzetting toont aan dat private equity transacties een groot aantal agencyproblemen kunnen veroorzaken tussen verschillende groepen stakeholders van zowel de van de beurs gehaalde onderneming als de private equity investors. In deze paragraaf worden enkele maatregelen ter oplossing van deze problemen besproken.

Vanuit het perspectief van de minderheidsaandeelhouders is het belangrijkste probleem dat ze een te lage prijs krijgen in een buyout transactie door het samenspannen van het management en private equity partijen. Hoe kan dit worden voorkomen? Naast een evaluatie en eventuele aanscherping van de noodzakelijke regels die reeds bestaan om te garanderen dat grootaandeelhouders de kleinere aandeelhouders tegen een realistische prijs moeten uitkopen, vereist dit in de eerste plaats transparantie in de communicatie tussen de onderneming en het collectief van aandeelhouders. Hierbij is het met name van belang dat er een gelijke communicatie van relevante ondernemingsinformatie naar alle aandeelhouders plaatsvindt, zodat een bod daadwerkelijk op waarde kan worden geschat.

Er kan daarbij gedacht worden aan meer stringente transparantieverplichtingen of andere maatregelen die voorkomen dat private equity partijen een mogelijke preferentiele toegang tot informatie uitbuiten en minderheidsaandeelhouders overvallen met een bod.²⁴

²⁴ Voor de Nederlandse situatie impliceert dit wellicht een aanscherping van de regel dat beursgenoteerde ondernemingen onmiddellijk "koersgevoelige" informatie besproken met grootaandeelhouders openbaar moeten maken. Feitelijk zou dit de inhoud van alle discussies moeten betreffen, inclusief de door private equity investors ingebrachte suggesties en opmerkingen (zie ook Boot, 2006).

In de tweede plaats staat het garanderen van zowel een transparant als competitief biedingsproces centraal. Qua transparantie kan hierbij worden gedacht aan maatregelen waardoor het private equity partijen verboden wordt te handelen in de aandelen van een overnamekandidaat terwijl ze in gesprek zijn met het management, en naleving van de reeds bestaande regel dat een private equity partij een bod moeten uitbrengen indien haar aandelenbelang in de doelwitonderneming een zekere drempel overschrijdt. Dit kan nog worden aangevuld met een verbeterde transparantie en disclosure met betrekking tot de aandelenbelangen die grootaandeelhouders in andere ondernemingen in een bepaalde bedrijfstak hebben.

Zoals blijkt uit de recente ervaringen met de overnames van de Nederlandse ondernemingen Begemann en Versatel, zijn er voor wat betreft de transparantie van communicatie en het biedingsproces in de Nederlandse praktijk nog wel enige verbeteringen mogelijk. Zo werd in het geval van Begemann in november 2005 door het management een overnamebod van het Belgische Sivex Agro geaccepteerd zonder dat de minderheidsaandeelhouders voldoende informatie hadden om de “fairness” van het bod te verifiëren.²⁵

In het geval van de overname van Versatel door het Zweedse telecombedrijf Tele2 verzetten minderheidsaandeelhouders van Versatel zich tegen het bod van Tele2 vanwege de in hun ogen te lage waardering van de Duitse en Benelux-activiteiten van hun bedrijf, en het ontbreken van een onafhankelijke “fairness opinie”. Tevens klaagde men over het feit dat een objectieve waardering van beide ondernemingen niet mogelijk was, omdat het management reeds begonnen was met de integratie van de bedrijven vóór de uiteindelijke acceptatie van het bod.²⁶ In beide hierboven beschreven cases waren er overigens geen concurrerende bidders.

Het biedingsproces kan meer competitief worden gemaakt indien het management wordt verplicht concurrerende biedingen te genereren in buyout transacties. In Amerika wordt hieraan momenteel veel aandacht besteed en experimenteren ondernemingen zoals General Electric en General Motors met verschillende veilingmechanismen (“auctions”) in het verkopen van divisies en dochterondernemingen. Een mogelijk voorbeeld hiervan is een Dutch (“second price”) auction waarbij geïnteresseerde partijen gedurende een bepaalde biedingsperiode een bod kunnen uitbrengen en allemaal toegang hebben tot dezelfde informatie voor “due diligence”.²⁷

25 Het bod van Sivex Agro werd deels gedaan in de vorm van aandelen van het computerbedrijf Tulip, het enige bedrijf waarin Begemann ten tijde van het bod een participatie bezat, en was lager dan de intrinsieke waarde van het eigen vermogen van Begemann. De minderheidsaandeelhouders hadden echter geen inzicht in de waarde van de participatie in Tulip. Zowel “due diligence” van Tulip’s boeken als een “fairness opinie” door een onafhankelijke partij ontbraken vóór de acceptatie van het bod door het bestuur en de Raad van Commissarissen van Begemann. Dit heeft geleid tot ingrijpen door de Ondernemingskamer middels de benoeming van een onafhankelijke bestuurder en een onafhankelijke commissaris die werden belast met een objectieve beoordeling van het overnamebod. Ook werd er een onderzoek gelast naar wanbeleid aan de zijde van het bestuur van Begemann.

26 Ook in het geval van Versatel lag het overnamebod beneden de beurskoers van het aandeel. Omdat het bod geconditioneerd was op aanmelding van 95% van de uitstaande aandelen en dit percentage niet werd gehaald, werd vervolgens getracht het belang van minderheidsaandeelhouders te verwateren middels een juridische fusie en een nieuwe aandelenemissie door de uitoefening van uitstaande warrants, zodat de resterende aandeelhouders wettelijk konden worden uitgekocht. Bovendien werden bestuurders van Tele2 benoemd tot commissaris van Versatel met volledige beslissingsbevoegdheid over de overname. De Ondernemingskamer heeft ook hier ingegrepen vanwege de perceptie van belangenverstrengeling en het ontbreken van waarborgen voor de minderheidsaandeelhouders.

27 In een Dutch auction betaalt de winnende bidder een prijs die gelijk is aan het op één na hoogste (ofwel het beste ver-

Het probleem van het samenspannen tussen private equity investors onderling, dat voortvloeit uit de toegenomen trend tot syndicaat- en netwerkvorming (“clubs”) kan verder worden tegengegaan door het opleggen van restricties met betrekking tot het aantal private equity fondsen dat samen een bod kan uitbrengen op een overnamekandidaat. Zo heeft General Electric recentelijk restricties opgelegd aan het aantal fondsen dat in syndicaat kon bieden op haar Plastics divisie, met als doel de concurrentieverhoudingen in de markt te herstellen en een hogere prijs te genereren.²⁸ Daarnaast is het niet ondenkbaar dat regelgevende instanties een rol opeisen om een meer open marktstructuur te creëren.

Voor een meer competitief biedingsproces kan het verder wenselijk zijn dat het management tijdelijk overnamebarrières opwerpt om de prijs op te drijven. Een bepaalde mate van bescherming biedt tijd voor reflectie en geeft het management indien nodig ook de gelegenheid een concurrerend bod te genereren. Recent onderzoek naar de financiële gevolgen van beschermingsconstructies voor de aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen gedurende de periode 1983-2001 toont inderdaad aan dat overnamebarrières een positieve invloed kunnen hebben op de hoogte van betaalde overnamepremies zonder de kans op een overname negatief te beïnvloeden (zie Rijken, 2004). Een dergelijk positief effect op de aandeelhouderswaarde is overigens geen pleidooi voor de terugkeer van permanente juridische beschermingsconstructies die overnames praktisch onmogelijk maken, en moet zeker niet resulteren in “entrenchment”: teveel bescherming kan ertoe leiden dat het management zich tegen elke transactie verzet.

Er is hierbij wellicht ook een positieve rol weggelegd voor gouden handdrukken en afkoopregelingen, omdat het geven van severance packages of een aandelenbelang in de onderneming managers ertoe aanzet een voor aandeelhouders optimaal bod af te dwingen. Zoals de Vodafone AirTouch-Mannesmann overname aantoonde, is er hier echter sprake van een delicate balans: een te hoge afkoopsom of een regeling conditioneel op de acceptatie van een specifiek bod leidt tot belangenconflicten en een te lage prijs. Met het genereren van meerdere biedingen kan dit echter in enige mate worden tegengegaan.

Wat de belangenconflicten met betrekking tot vreemd vermogensverschaffers betreft, kan vervolgens worden opgemerkt dat bestaande vreemd vermogensverschaffers van overnamedoelwitten zich in toenemende mate beschermen tegen buyouts en overnames middels “change of control”-clausules, die hen bepaalde rechten geven in het geval van significante veranderingen in zeggenschap. De opname van dergelijke clausules biedt meer bescherming tegen waardedalingen van hun obligaties vanwege “bait and switch”-problemen die het risico van hun belegging verhogen, en lijkt dus een goede ontwikkeling.

liezende) bod. Naast het feit dat een dergelijk veilingmechanisme optimaal kan zijn voor de aandeelhouders van de buyout kandidaat, vermindert het bovendien het gevaar van overbieden door de winnende partij, ook wel aangeduid als het “winner’s curse” probleem. Dit kan, zeker in het geval van een groot aantal biedingen onder asymmetrische informatie de uiteindelijke beleggers in het buyout fonds ten goede komen.

²⁸ Het winnende bod van \$11,6 miljard door het Saudische bedrijf Sabc dat op 21 mei werd aangekondigd werd gekozen uit een groter aantal biedingen, waaronder biedingen bij tenminste twee kansrijke andere kandidaten: Het Nederlandse plasticbedrijf Basell en het Amerikaanse private equity fonds Apollo management.

Een belangrijk punt van zorg blijft de bescherming van vreemd vermogensverschaffers tegen het probleem van de excessieve fees en dividenden die tegenwoordig veelvuldig worden uitbetaald aan private equity partijen en management. Noch banken, noch obligatiehouders lijken zichzelf voldoende tegen de hieruit voortvloeiende risico's te wapenen, bijvoorbeeld door het opnemen van clauses die het aantrekken van additioneel vreemd vermogen of het verkopen van activa ten behoeve van uitbetalingen aan aandeelhouders beperken.²⁹ Dit vraagt om maatregelen om deze “no strings attached” of “covenant-lite” financiering te vervangen door het opnemen van meer restrictieve clauses.

5. CONCLUSIES

In dit artikel stonden belangenconflicten in de private equity markt centraal. Ofschoon de ontplooiing van de private equity markt ten principale een wenselijke ontwikkeling is om agencyproblemen tussen het management van ondernemingen en aandeelhouders te reduceren, verbeteringen in management door te voeren en noodzakelijke herstructureringen af te dwingen, leiden private equity transacties zoals LBOs en MBOs in het huidige marktklimaat mogelijk tot nieuwe agencyproblemen tussen verschillende groepen aandeelhouders onderling, tussen aandeelhouders en vreemd vermogensverschaffers, tussen bestaande vreemd vermogensverschaffers en LBO financiers, tussen vermogensverschaffers en andere stakeholders, en tussen private equity fonds managers en de uiteindelijke beleggers.

De belangrijkste belangenconflicten vloeien enerzijds voort uit het mogelijk samenspannen (“collusion”) tussen het management en de private equity partijen en/of het samenspannen tussen verschillende private equity fondsen in de markt, hetgeen kan leiden tot een te lage overnameprijs. Anderzijds worden belangenconflicten veroorzaakt door het samenspannen van aandeelhouders en managers tegen de vreemd vermogensverschaffers en andere stakeholders (zoals werknemers), hetgeen zich onder andere manifesteert in de uitkering van excessieve fees en dividenden.

In het voorgaande zijn deze belangenconflicten uitgebreid beschreven en is uiteengezet op welke wijze de nadelige gevolgen van deze problemen kunnen worden beperkt. Uit de analyse blijkt dat er aanpassingen nodig kunnen zijn die de transparantie van de communicatie tussen management en het collectief van aandeelhouders verbeteren, een meer transparant en competitief biedingsproces garanderen, concurrentie in de private equity markt bevorderen, en managers incentives geven om in buyout transacties een hogere prijs voor aandeelhouders af te dwingen. De bescherming van vreemd vermogensverschaffers kan voorts worden verbeterd door het verscherpen van restrictieve clauses en betere monitoring.

Overigens is het ondanks de nadruk op agencyproblemen in deze bijdrage niet de bedoeling managers en private equity investors in een kwaad daglicht te plaatsen, maar erop te wijzen dat de huidige ontwikkelingen in de private equity markt de ruimte voor

²⁹ Rating agencies hebben hierbij wellicht een rol om vreemd vermogensverschaffers op dit gevaar te wijzen.

het ontstaan van belangenconflicten substantieel hebben vergroot. Het implementeren van maatregelen om deze te verminderen kan ervoor zorgen dat de positieve rol van private equity investors in de herstructurering van ondernemingen kan worden geoptimaliseerd, en de problemen die we zagen in de LBO- en overnamegolf in de jaren 80 tegelijkertijd kunnen worden voorkomen. Hiervan profiteren uiteindelijk alle bij de onderneming betrokken stakeholders.

REFERENTIES

- Berle, A., en G. Means (1932), *The modern corporation and private property*, McMillan, New York.
- Boot, A. (2006), Private equity: actie nodig?, *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 91, pp. 69-74.
- Boot, A., R. Gopalan en A. Thakor (2006), The entrepreneur's choice between private and public ownership, *Journal of Finance*, Vol. 61, pp. 803-836.
- Boot, A., en J. Macey (2004), Monitoring corporate performance: the role of objectivity, proximity and adaptability in corporate governance, *Cornell Law Review*, Vol. 89, pp. 356-393.
- Boot, A., J. Macey en A. Schmeits (2006), Towards a new theory of corporate governance: objectivity versus proximity, Universiteit van Amsterdam, *Working paper*.
- Burkart, M., D. Gromb en F. Panunzi (1997), Large shareholders, monitoring and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, pp. 693-728.
- Burrough, B., en J. Helyar (2003), *Barbarians at the gate: the fall of RJR Nabisco*, Harper Collins, New York.
- Business Week* (2006), Gluttons at the gate (cover story on private equity), 30 October, pp. 55-66.
- Cao, J., en J. Lerner (2006), The performance of reverse leverage buyouts, National Bureau of Economic Research, *Working paper*.
- Financial Services Authority (2006), Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, Discussion paper 6, London.
- Grossman, S., en O. Hart (1980), Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp. 42-64.
- Hochberg, Y., A. Ljungqvist en Y. Lu (2007a), Whom you know matters: venture capital networks and investor performance, *Journal of Finance*, te verschijnen.
- Hochberg, Y., A. Ljungqvist en Y. Lu (2007b), Networking as a barrier to entry and the competitive supply of venture capital, New York University, *Working paper*.
- Jensen, M. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. (1989), The eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, Vol. 67, pp. 61-74.
- Kaplan, S., en J. Stein (1990), How risky is the debt in highly leveraged transactions?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 215-245.

- Kaplan, S., en A. Schoar (2006), Private equity performance: returns, persistence and capital flows, University of Chicago, *Working paper*.
- Kedia, S. (2001), Vodafone AirTouch's bid for Mannesmann, Case 9-202-087, Harvard Business School.
- Rijken, H. (2004), Beschermingsconstructies: de nettobalans voor de aandeelhouder, *De Accountant*, Vol. 109, november, pp. 4-13.
- Shleifer, A., en R. Vishny (1986), Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A., en R. Vishny (1989), Managerial entrenchment: the case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.
- Shleifer, A., en R. Vishny (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-783.
- Stein, J. (1988), Colt Industries, Case 9-289-012, Harvard Business School.
- Stulz, R. (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3-26.
- The Economist* (2006a), Control freaks, 16 maart.
- The Economist* (2006b), Going naked, 20 april.
- The Economist* (2006c), Under the microscope, 9 november.
- The Economist* (2007a), Special report on private equity, 8 februari.
- The Economist* (2007b), A public offering: the kings of capitalism face their subjects, 1 maart.
- Venture Economics (2006), Thomson Financial database, www.thomson.com.
- Thomson Datastream (2006), Thomson Financial database, www.datastream.net.
- Wall Street Journal Europe* (2000), In Vodafone battle, Esser was flying with no parachute, 7 februari.
- Wruck, K., en B. Barry (1989), Sealed Air Corp.'s leveraged recapitalization (A), Case 9-294-122, Harvard Business School.

PRIVATE EQUITY FONDSEN EN PUBLIEK-NAAR-PRIVAAT TRANSACTIES

Jana Fidrmuc, Peter Roosenboom en Dick van Dijk¹

SAMENVATTING

In de afgelopen jaren zijn steeds meer ondernemingen van de beurs verdwenen via publiek-naar-privaat transacties. In deze bijdrage vergelijken we Engelse beursvennootschappen die worden opgekocht door een private equity huis (private equity buyouts) met beursfondsen die worden opgekocht door het zittende management (management buyouts). Onze resultaten tonen dat private equity fondsen in het Verenigd Koninkrijk gedurende de jaren 1997-2003 met name belangstelling hebben voor ondernemingen die gekenmerkt worden door relatief minder onderwaardering. De aandelen van deze ondernemingen worden door meer beursanalisten gevolgd en worden op de beurs meer frequent verhandeld ten opzichte van ondernemingen die via management buyouts de beurs verlaten. De voordelen van een beursnotering voor ondernemingen die door een private equity fonds worden uitgekocht zijn hiermee ogenschijnlijk groter dan voor de ondernemingen waarvan de aandeelhouders door de ondernemingsleiding worden uitgekocht via een management buyout.

1. INLEIDING

Het aantal beursvennootschappen in Europa is de laatste jaren sterk afgenomen. Zo blijkt uit onderzoek van de Vereniging van Effectenbezitters dat het aantal beursgenoteerde ondernemingen in Nederland is geslonken van 199 in 2001 tot 145 in 2005 (*Het Financieele Dagblad*, 28 maart 2006). Deze aanhoudende trend wordt toegeschreven aan relatief lage beurswaarderingen en de gestegen kosten verbonden aan verscherpte regelgeving zoals corporate governance codes en de invoering van IFRS.

Een toenemend aantal ondernemingen verlaat de beurs door overnames door durfkapitalisten (*private equity* fondsen). Een Nederlands voorbeeld van een dergelijke publiek-naar-privaat transactie betreft VendexKBB dat in 2004 door Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR) en Alpinvest werd opgekocht en van de beurs werd gehaald. De recente overname van VNU door een consortium van KKR, Alpinvest en Blackstone is een ander voorbeeld. Wereldwijd is er in 2006 voor \$735 miljard aan ondernemingen door durfkapitalisten overgenomen (*Het Financieele Dagblad*, 28 december 2006). Het einde van deze ontwikkeling is nog lang niet in zicht. Door de lage lange rente kunnen

¹ Dr Jana Fidrmuc is universitair docent Ondernemingsfinanciering aan de Warwick Business School (UK). Dr Peter Roosenboom is universitair hoofddocent Ondernemingsfinanciering aan RSM Erasmus University. Dr Dick van Dijk is hoogleraar Econometrie en verbonden aan het Econometrisch Instituut van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

de overnames grotendeels met goedkope leningen worden gefinancierd. Zakenbank Morgan Stanley schat het in de nabije toekomst nog door *private equity* fondsen te besteden bedrag op \$1600 miljard (*Het Financieele Dagblad*, 28 december 2006).

De rol van *private equity* fondsen is gewijzigd ten opzichte van de jaren 80 toen ze veelal betrokken waren bij vijandige overnames met als plan de doelwitvennootschap op te splitsen en de bedrijfsonderdelen snel met winst te verkopen. Vandaag de dag zijn deze investeerders veelal op zoek naar kandidaten waaraan ze op middellange termijn waarde kunnen toevoegen door strategische heroriëntatie, herstructurering en herfinanciering. Omdat de private onderneming niet langer hoeft te voldoen aan de korte termijn winstvoorspellingen van beursanalisten ontstaat er meer ruimte voor plannen die een langetermijnvisie vragen. Een relatief lage beurswaardering is daarbij veelal onvoldoende reden om de onderneming over te nemen. De durfkapitalisten van vandaag zijn kieskeurig. Maar liefst 80 procent van de overwogen publiek-naar-privaat transacties wordt niet afgerond (*Financial Times*, 12 maart 2004).

In deze bijdrage vergelijken wij de kenmerken van beursfondsen die door één of meerdere *private equity* fondsen worden opgekocht via een *private equity buyout* met die van ondernemingen die van de beurs verdwijnen doordat de ondernemingsleiding de aandeelhouders uitkoopt via een *management buyout*. Daarnaast wordt voor de volledigheid ook een derde type publiek-naar-privaat transactie onderscheiden waarbij de onderneming van de beurs wordt gehaald door commissarissen, rijke particuliere investeerders, ondernemingen of institutionele beleggers die niet tot de *private equity* fondsen behoren. De controlegroep wordt hierbij gevormd door ondernemingen die besluiten om op de beurs genoteerd te blijven. De data zijn afkomstig uit het Verenigd Koninkrijk omdat in dit Europese land de meeste publiek-naar-privaat transacties plaatsvinden. Het totale bedrag van dergelijke transacties is gestegen van minder dan £1 miljard in 1996 tot meer dan £7 miljard in 2005. Hiermee komt het Verenigd Koninkrijk op de tweede plaats na de Verenigde Staten. Het Verenigd Koninkrijk is in een aantal opzichten vergelijkbaar met Nederland waardoor onze resultaten tevens van belang kunnen zijn in een Nederlandse context. Zowel het Verenigd Koninkrijk als Nederland hebben geen protectionistische maatregelen getroffen die overnames door buitenlandse bieders (waaronder *private equity* fondsen) aan banden legt (*International Herald Tribune*, 24 augustus 2006). Bovendien hebben beide landen vergelijkbare corporate governance codes die de rechten van aandeelhouders versterken en bestaande beschermingsconstructies gedeeltelijk hebben ontmanteld. Dit heeft in beide landen bijgedragen tot een stijging in aandeelhoudersactivisme en publiek-naar-privaat transacties door *private equity* fondsen.

Wij vinden dat *private equity* fondsen in het bijzonder belangstelling hebben voor ondernemingen die gekenmerkt worden door relatief minder onderwaardering. De aandelen van deze ondernemingen worden door meer beursanalisten gevolgd en worden op de beurs meer frequent verhandeld ten opzichte van ondernemingen die via *management buyouts* de beurs verlaten. In vergelijking tot *management buyouts* genereren de *private equity buyouts* minder vrije kasstromen en zijn er voorafgaand aan de publiek-naar-privaat transactie meer aandelen in handen van institutionele beleggers. De voordelen van een beursnotering voor ondernemingen die via een *private equity buyout* de beurs verlaten zijn

hiermee ogenschijnlijk groter dan voor de ondernemingen waarvan de aandeelhouders door de ondernemingsleiding worden uitgekocht via een *management buyout*.

De indeling van het artikel is als volgt. Paragraaf 2 bespreekt kort de bestaande literatuur. In paragraaf 3 worden de data en de methodologie besproken. Paragraaf 4 toont onze empirische resultaten. Conclusies zijn opgenomen in paragraaf 5.

2. BESTAANDE LITERATUUR

In deze paragraaf beargumenteren wij dat *private equity buyouts* en *management buyouts* plaatsvinden om verschillende redenen en dat ze ieder unieke karakteristieken hebben. De bestaande literatuur richt zich veelal op *management buyouts* en gaat niet nader in op overnames door *private equity* fondsen. Wij bespreken vier mogelijke redenen die in de literatuur worden aangedragen voor *management buyouts* maar welke volgens ons niet of minder van toepassing zijn op *private equity buyouts*.

2.1. Onderwaardering

Maupin, *et al.* (1984) tonen aan dat begin jaren 80 onderwaardering de belangrijkste reden was voor Amerikaanse managers om aandeelhouders uit te kopen via een *management buyout*. Onderwaardering is ook vandaag de dag in de media veelgenoemde reden voor publiek-naar-privaat transacties. De onderwaardering zorgt ervoor dat de voordelen van een beursnotering onder druk komen te staan (Allen en Gale, 1999). De ondergewaardeerde onderneming kan niet langer tegen een aanvaardbare prijs aandelen emitteren en aldus gebruik maken van de financieringsfunctie van de beurs. Daarnaast zijn ondergewaardeerde ondernemingen gewilde doelwitvennootschappen voor een vijandige overname. Managers proberen dit te voorkomen en hun baan te behouden door de onderneming van de beurs te halen (Lehn en Poulsen, 1989).

Private equity fondsen kunnen tevens van mening zijn dat de onderneming meer waard is dan de vigerende beurskoers. Het gaat hierbij echter vaak om een slecht geleide onderneming die de groeimogelijkheden van de onderneming onvoldoende benut (DeAngelo, 1990). Gompers en Lerner (2001) stellen dat durfkapitalisten voornamelijk investeren in ondernemingen die de mogelijkheid hebben om waarde te creëren maar over onvoldoende financiële middelen kunnen beschikken. *Private equity* fondsen volgen daarnaast soms een koop-en-bouw strategie waarbij ze zich richten op het overnemen van een aantal ondernemingen binnen een bepaalde bedrijfstak met groeimogelijkheden. Vervolgens worden nieuwe managers met voldoende ervaring ingehuurd om deze groeimogelijkheden te realiseren. De waarde van de publiek-naar-privaat transactie hangt daarmee tevens samen met de andere ondernemingen in de beleggingsportefeuille van het *private equity* fonds (Smit en DeMaeseneire, 2005). *Private equity* fondsen hebben daardoor niet alleen belangstelling voor ondergewaardeerde ondernemingen maar zijn tevens op zoek naar onbenutte groeimogelijkheden bij de onderneming en synergievoordelen met andere ondernemingen in hun beleggingsportefeuille (Gompers en Lerner, 2001).

2.2. Beperkte aandacht voor het aandeel

Beperkte aandacht voor het aandeel kan een andere reden zijn voor een publiek-naar-privaat transactie. Boot, *et al.* (2006) stellen dat verhandelbaarheid van aandelen en een lage vermogenskostenvoet belangrijke voordelen zijn van een beursnotering. Door een incurante handel in de aandelen van de onderneming komen deze voordelen in gevaar (Bolton en Von Thadden, 1998). Daarnaast gaan incurante aandelen gepaard met minder aandacht voor de onderneming bij beursanalisten. Hierdoor bestaat het risico dat beleggers de aandelen niet in de beschouwing betrekken bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen (Merton, 1987). Dit kan de ondernemingsleiding ertoe brengen om de onderneming van de beurs te halen via een *management buyout*.

Private equity fondsen zijn vaak niet geïnteresseerd in incurante beursfondsen. Amit, *et al.* (1998) tonen aan dat *private equity* fondsen de voorkeur geven aan beleggingen waarbij de kosten verbonden aan monitoring en investeringsselectie relatief laag zijn en waar de informatieasymmetrie minder groot is. Dit is meestal het geval bij ondernemingen met actief verhandelde aandelen en ondernemingen die meer gevolgd worden door beursanalisten (Brennan en Hughes, 1991).

2.3. Aanwezigheid vrije kasstromen

De meeste artikelen over publiek-naar-privaat transacties toetsen de vrije-kasstroombhypothese van Jensen (1986). Ondernemingen met een grote kasvoorraad en beperkte investeringsmogelijkheden voor het geld zijn vatbaar voor belangentegenstellingen tussen managers en aandeelhouders. De ondernemingsleiding kan het geld gebruiken om te investeren in projecten met een negatieve netto contante waarde om zo de omvang van de onderneming en hun persoonlijke status te vergroten. Dit gaat ten koste van de aandeelhouders van de onderneming. Een mogelijke oplossing voor dit probleem is om de ondernemingsleiding het kasgeld te laten uitkeren in de vorm van een dividend. De belofte om het dividend te verhogen kan echter eenvoudig ongedaan worden gemaakt in de toekomst. Een andere oplossing voor het probleem is een publiek-naar-privaat transactie gefinancierd met leningen. Eigen vermogen wordt dan vervangen door disciplinerend vreemd vermogen. De periodieke rentebetalingen verminderen de vrije kasstroom waarover het management kan beschikken. Bovendien wordt door het aantrekken van vreemd vermogen de te betalen winstbelasting verminderd (Kaplan, 1989).

Lehn en Poulsen (1989) documenteren dat ondernemingen met hogere vrije kasstromen vaker van de beurs verdwijnen. Opler en Titman (1993) vinden dat ondernemingen met vrije kasstromen en beperkte groeimogelijkheden meer kans maken om van de beurs gehaald te worden. Kieschnick (1998) stelt echter dat de resultaten van Lehn en Poulson (1989) niet intact blijven na correctie voor uitbijters en problemen met de selectie van de steekproef. Weir, *et al.* (2004) vinden dat de vrije kasstroom de kans op een publiek-naar-privaat transactie in het Verenigd Koninkrijk niet significant beïnvloedt.

Wij betogen dat *private equity buyouts* worden gekenmerkt door de aanwezigheid van onbenutte groeimogelijkheden en een lage hoeveelheid kasmiddelen (Gompers en Lerner, 2001). De *private equity buyouts* beschikken doorgaans niet over voldoende mogelijkheden om via de beurs geld aan te trekken om deze groeimogelijkheden te realiseren.

Private equity buyouts voldoen daarmee niet aan het profiel van een onderneming met vrije kasstromen. De ondernemingsleiding van ondernemingen met voldoende kasmiddelen zal deze immers kunnen gebruiken om een *management buyout* te financieren (Fox en Marcus, 1992). Op deze manier zijn zij in staat om de onderneming van de beurs te halen zonder de inmenging van een *private equity* fonds te hoeven dulden. De hoeveelheid kasmiddelen zal daarom de kans op een *management buyout* vergroten maar niet die op een *private equity buyout*.

2.4. Diversificatie van aandelenbezit managers

Halpern, *et al.* (1999) en Elitzur, *et al.* (1998) stellen dat managers een publiek-naar-privaat transactie gebruiken om hun aandelenbezit in de onderneming te verzilveren zonder zeggenschap te verliezen. Door de *management buyout* met geleend geld te financieren kunnen de managers een (gedeelte van) hun aandelen in de onderneming verkopen en tegelijkertijd de controle over de onderneming behouden zolang ze aan de renteverplichtingen kunnen voldoen. Indien managers al over een omvangrijk aandelenbelang in de onderneming beschikken is het voor hen bovendien gemakkelijk om de resterende aandelen in de onderneming op te kopen zonder de hulp van een *private equity* fonds.

Private equity fondsen zijn vaak op zoek naar de steun van bestaande grootaandeelhouders in het beursfonds. De kans van slagen wordt vergroot indien de bestaande grootaandeelhouders al voorafgaand aan de publiek-naar-privaat transactie beloven hun aandelen aan het *private equity* fonds te verkopen. Nadat de steun van de bestaande grootaandeelhouders is verworven worden de resterende aandelen door het *private equity* fonds tegen dezelfde prijs van de overige aandeelhouders opgekocht. Institutionele aandeelhouders spelen een belangrijke rol bij *private equity buyouts*. De meeste institutionele aandeelhouders in het Verenigd Koninkrijk zijn passief en niet geïnteresseerd in het zelf monitoren van de ondernemingsleiding (Faccio en Lasfer, 2000). De institutionele aandeelhouders zijn veelal welwillend hun aandelen aan een *private equity* huis te verkopen en een premie boven de vigerende beurskoers te incasseren. Wij verwachten daarom dat de kans op een *private equity buyout* groter is naarmate er meer aandelen in het bezit zijn van institutionele beleggers.

3. DATA EN METHODOLOGIE

3.1. Dataverzameling

Onze oorspronkelijke steekproef bestaat uit 221 publiek-naar-privaat transacties uit het Verenigd Koninkrijk gedurende de jaren 1997-2003. De ondernemingen zijn afkomstig uit de niet-financiële sector. De lijst van publiek-naar-privaat transacties is afkomstig van de database van het *Centre for Management Buyout Research* (CMBOR). We verkrijgen de informatiememoranda gepubliceerd bij de publiek-naar-privaat transactie via *Thomson Research*. We gebruiken deze memoranda om te bepalen of er één of meerdere *private equity* fondsen betrokken zijn bij de publiek-naar-privaat transactie en of de transactie kan

worden aangemerkt als een *private equity buyout*². *Private equity* fondsen worden geïdentificeerd via de lijst van leden van de *British Venture Capital Association* (BVCA), *European Venture Capitalist Association* (EVCA) en de Amerikaanse *National Venture Capitalist Association* (NVCA). Vervolgens bekijken we of er één of meerdere bestuurders bij de transactie betrokken zijn en er dus sprake is van een *management buyout*. In alle overige gevallen wordt de publiek-naar-privaat transactie in de overige categorie geplaatst. Deze categorie bevat de publiek-naar-privaat transacties ondernomen door commissarissen, rijke particuliere beleggers, ondernemingen en institutionele beleggers die niet tot de *private equity* fondsen gerekend worden. De overige categorie is alleen ter volledigheid in onze analyse opgenomen.

De data voor de eigendomsstructuur ontbreken voor 9 ondernemingen, waardoor de uiteindelijke steekproef bestaat uit 212 publiek-naar-privaat transacties. De verdeling over de drie typen publiek-naar-privaat transacties is als volgt: 90 *private equity buyouts*, 69 *management buyouts* and 53 overige publiek-naar-privaat transacties. Om een beter beeld te verkrijgen van de karakteristieken van de publiek-naar-privaat transacties in het algemeen en van de *private equity buyouts* en *management buyouts* in het bijzonder, vergelijken we de ondernemingen met een controlegroep van ondernemingen die beursgenoteerd blijven. De controlegroep wordt gevormd door een willekeurige steekproef met teruglegging van 200 ondernemingen te trekken uit ongeveer 1200 beursfondsen voor elk jaar gedurende de jaren 1997-2003. In totaal gaat het om 1400 ondernemingsjaren en 960 verschillende controle-ondernemingen. Koersinformatie is afkomstig uit *Datastream*, balans- en winst-verliesrekening-gegevens komen uit *Worldscope*, en de eigendomsstructuur is met de hand verzameld uit het jaarlijkse *Price Waterhouse Cooper's Corporate Register*.

3.2. Beschrijving van de data

Tabel 1 geeft een overzicht van de definities van de variabelen die in de analyse zijn opgenomen. Tabel 2 rapporteert de beschrijvende statistiek voor de controle-ondernemingen, alle publiek-naar-privaat transacties, de *private equity buyouts*, *management buyouts* en overige categorie, respectievelijk. Alle variabelen zijn afgekapt op het eerste en 99^{ste} percentiel behalve de eigendomsstructuur en incurante handel variabele. We toetsen voor verschillen in gemiddelde en mediaan tussen de controle-ondernemingen en de ondernemingen die via een publiek-naar-privaat transactie van de beurs verdwijnen, alsook tussen de drie verschillende typen publiek-naar-privaat transacties onderling. We gebruiken een parametrische t-toets om te testen of de gemiddelde waarden aan elkaar gelijk zijn en een Mann-Whitney U-test om te toetsen of de mediaanwaarden aan elkaar gelijk zijn. We bespreken eerst de verschillen tussen de controle-ondernemingen en de totale groep van ondernemingen die van de beurs worden gehaald om vervolgens de verschillen tussen de *private equity buyouts* en *management buyouts* te behandelen. We beperken ons hier tot het noemen van de verschillen die statistisch significant zijn voor zowel de gemiddelde als de mediaanwaarden.

² Merk op dat de *private equity buyouts* zowel met als zonder medewerking van het management kunnen plaatsvinden. In de praktijk zijn *private equity* fondsen vaak op zoek naar vriendelijke overnames waarbij de onderneming met instemming van de ondernemingsleiding privaat wordt overgenomen.

Tabel 1. Definities van variabelen

Variabele	Omschrijving	Database
Balanstotaal	Balanstotaal in miljoenen Engelse ponden	<i>Worldscope</i>
Totaal vreemd vermogen	Totaal vreemd vermogen gedeeld door balanstotaal	<i>Worldscope</i>
Rendement op totaal vermogen	Nettowinst gedeeld door balanstotaal	<i>Worldscope</i>
Standaarddeviatie van rendementen	Standaarddeviatie van de dagrendementen op het aandeel van januari tot december van het kalenderjaar voor de publiek-naar-privaat transactie	<i>Datastream</i>
Kasmiddelen	Kasmiddelen en effecten gedeeld door balanstotaal	<i>Worldscope</i>
Vrije kasstroom	(EBITDA-belastingen-interest-contante dividenden-bedrag besteed aan aandeleninkoop) gedeeld door de bedrijfsopbrengsten	<i>Worldscope</i>
Omzetgroei	Omzetgroei gedurende drie boekjaren voorafgaand aan de publiek-naar-privaat transactie	<i>Worldscope</i>
Investeringsen	Investeringsen in materiële vaste activa gedeeld door bedrijfsopbrengsten	<i>Worldscope</i>
Belastingen	Winstbelasting gedeeld door de bedrijfsopbrengsten	<i>Worldscope</i>
Dividend payout-ratio	Contante dividenden gedeeld door de som van nettowinst en afschrijvingen	<i>Worldscope</i>
Aandelen gehouden door		
▪ Management	Percentage van de aandelen gehouden door bestuurders (<i>executive directors</i>)	<i>Corporate Register</i>
▪ Commissarissen	Percentage van de aandelen gehouden door commissarissen (<i>non-executive directors</i>)	<i>Corporate Register</i>
▪ Financiële instellingen	Percentage van de aandelen gehouden door financiële instellingen (pensioenfondsen, beleggingsfondsen, banken, verzekeringsmaatschappijen etc.)	<i>Corporate Register</i>
▪ Industriële ondernemingen	Percentage van de aandelen gehouden door industriële ondernemingen	<i>Corporate Register</i>
▪ Individuele beleggers	Percentage van de aandelen gehouden door individuele beleggers die geen bestuurders of commissarissen van de onderneming zijn	<i>Corporate Register</i>
Herfindahl index	Som van de gekwadrateerde aandelenbelangen van alle managers, alle commissarissen, alle financiële instellingen, alle industriële ondernemingen en individuele beleggers	<i>Corporate Register</i>
Incourante aandelen	Percentage dagen met een rendement gelijk aan 0 gedurende de periode januari tot december van het kalenderjaar voor de publiek-naar-privaat transactie	<i>Datastream</i>
Mate waarin onderneming wordt gevolgd door analisten	Aantal analisten die de onderneming volgen in december van het jaar voor de publiek-naar-privaat transactie	<i>IBES</i>
Marktwaarde tot boekwaarde-ratio	De som van de marktwaarde van de aandelen en de boekwaarde van het vreemd vermogen gedeeld door balanstotaal	<i>Worldscope</i>
Overnamegeruchten	Aantal overnamegeruchten gedurende twee kalenderjaren voor de publiek-naar-privaat transactie	<i>Lexis Nexis en SDC M&A</i>

Noot: Alle balans en winst-en-verliesgegevens hebben betrekking op het jaar voorafgaand aan de publiek-naar-privaat transactie.

Tabel 2. Vergelijking tussen de verschillende typen publiek-naar-privaat transacties

Variabele	Beursfondsen die op de beurs genoteerd blijven	Publiek-naar-privaat transacties	Private equity buyouts	Management buyouts	Overige publiek-naar-privaat transacties	p-waarden van de t-test							
						Beursfondsen versus publiek-naar-privaat transacties	Private equity buyouts versus management buyouts	Private equity buyouts versus overige	Management buyouts versus overige	Private equity buyouts versus overige	Management buyouts versus overige		
Balanstotaal	692,4	202,8	223,3	100,8	300,8	0,000	0,008	0,211	0,013	0,000	0,008	0,211	0,013
Totaal vreemd vermogen	0,199	0,206	0,190	0,213	0,223	0,303	0,210	0,157	0,396	0,000	0,210	0,157	0,396
Rendement op totaal vermogen	-0,019	0,002	0,031	-0,019	-0,020	0,103	0,087	0,055	0,490	0,000	0,087	0,055	0,490
Standaarddeviatie van rendementen	15,38	15,34	15,50	15,46	14,90	0,443	0,479	0,203	0,246	0,000	0,479	0,203	0,246
Kasmiddelen	0,132	0,114	0,085	0,140	0,130	0,069	0,017	0,051	0,389	0,000	0,017	0,051	0,389
Vrije kasstroom	-0,084	-0,036	0,033	-0,130	-0,029	0,117	0,054	0,119	0,179	0,000	0,054	0,119	0,179
Omzetgroei	0,154	0,109	0,129	0,126	0,053	0,021	0,475	0,046	0,093	0,000	0,475	0,046	0,093
Investeringen	0,063	0,079	0,026	0,095	0,149	0,225	0,046	0,028	0,225	0,000	0,046	0,028	0,225
Dividend payout-ratio	0,188	0,195	0,286	0,190	0,045	0,417	0,060	0,005	0,066	0,000	0,060	0,005	0,066
Belastingen	0,020	0,022	0,022	0,019	0,026	0,214	0,293	0,235	0,144	0,000	0,293	0,235	0,144
Aandelen gehouden door													
▪ Management	0,088	0,121	0,098	0,198	0,060	0,006	0,001	0,080	0,000	0,000	0,001	0,080	0,000
▪ Commissarissen	0,032	0,029	0,026	0,039	0,020	0,215	0,122	0,241	0,044	0,000	0,122	0,241	0,044
▪ Financiële instellingen	0,187	0,243	0,302	0,170	0,237	0,000	0,000	0,039	0,030	0,000	0,000	0,039	0,030
▪ Industriële ondernemingen	0,030	0,034	0,020	0,024	0,072	0,287	0,345	0,004	0,008	0,000	0,345	0,004	0,008
▪ Individuele beleggers	0,124	0,139	0,072	0,165	0,218	0,141	0,000	0,000	0,094	0,000	0,000	0,000	0,094
Herfindahl index	0,076	0,106	0,078	0,114	0,143	0,000	0,008	0,004	0,132	0,000	0,008	0,004	0,132
Incourante aandelen	0,530	0,633	0,566	0,733	0,618	0,000	0,000	0,074	0,001	0,000	0,000	0,074	0,001
Mate waarin onderneming wordt gevolgd door analisten	3,028	2,651	3,122	1,913	2,811	0,011	0,000	0,215	0,012	0,000	0,000	0,215	0,012
Marktwaarde tot boekwaarde-ratio	1,528	0,879	1,050	0,702	0,818	0,000	0,000	0,01	0,052	0,000	0,000	0,01	0,052
Overnamegeruchten	0,322	0,642	0,778	0,493	0,604	0,000	0,041	0,151	0,227	0,000	0,041	0,151	0,227
Aantal waarnemingen	1400	212	90	69	53								

Noot: Deze tabel toont de verschillen in gemiddelde en mediaan waarden tussen beursfondsen die op de beurs genoteerd blijven, publiek-naar-privaat transacties, private equity buyouts, management buyouts en overige publiek-naar-privaat transacties. De laatste vier kolommen tonen de p-waarden voor een t-test die toetst of de gemiddelde waarden aan elkaar gelijk zijn (Panel A) en de p-waarden van een Mann-Whitney U-test die toetst of de mediaan waarden aan elkaar gelijk zijn (Panel B). Alle variabelen met uitzondering van de eigendomsstructuur en de incurante aandelen variabele, zijn afgekappt op het eerste en 98ste percentiel.

Panel B. Mediaan waarden

Variabele	p-waarden van de U-test									
	Beursfondsen die op de beurs genoteerd blijven	Publiek-naar-privaat transacties	Private equity buyouts	Management buyouts	Overige publiek-naar-privaat transacties	Beursfondsen versus publiek-naar-privaat transacties	Private equity buyouts versus management buyouts	Private equity buyouts versus overige	Management buyouts versus overige	Management buyouts versus overige
Balanstotaal	67,01	65,18	66,50	51,05	125,3	0,488	0,015	0,123	0,001	0,001
Totaal vreemd vermogen	0,173	0,177	0,172	0,170	0,187	0,493	0,399	0,293	0,385	0,385
Rendement op totaal vermogen	0,044	0,038	0,057	0,038	0,020	0,349	0,002	0,000	0,054	0,054
Standaarddeviatie van rendementen	14,54	14,42	14,62	14,64	13,90	0,369	0,288	0,084	0,255	0,255
Kasmiddelen	0,070	0,050	0,045	0,076	0,039	0,030	0,060	0,407	0,164	0,164
Vrije kasstroom	0,048	0,041	0,050	0,029	0,046	0,082	0,045	0,242	0,248	0,248
Omzetgroei	0,071	0,048	0,052	0,028	0,041	0,013	0,238	0,049	0,155	0,155
Investerings	0,027	0,025	0,024	0,022	0,030	0,215	0,241	0,141	0,401	0,401
Dividend payout-ratio	0,180	0,207	0,235	0,208	0,167	0,091	0,083	0,018	0,193	0,193
Belastingen	0,015	0,013	0,018	0,013	0,008	0,236	0,151	0,218	0,478	0,478
Aandelen gehouden door										
▪ Management	0,015	0,027	0,02	0,122	0,009	0,001	0,000	0,002	0,000	0,000
▪ Commissarissen	0,002	0,001	0,001	0,004	0,002	0,491	0,085	0,406	0,105	0,105
▪ Financiële instellingen	0,151	0,221	0,306	0,112	0,189	0,000	0,000	0,024	0,054	0,054
▪ Industriële ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,423	0,304	0,006	0,023	0,023
▪ Individuele beleggers	0,055	0,064	0,031	0,111	0,110	0,227	0,000	0,001	0,349	0,349
Hertfindahl index	0,047	0,065	0,05	0,092	0,088	0,000	0,000	0,001	0,493	0,493
Incourante aandelen	0,571	0,663	0,598	0,750	0,663	0,000	0,000	0,013	0,002	0,002
Mate waarin de onderneming wordt gevolgd door analisten	2,000	2,000	3,000	1,000	2,000	0,036	0,000	0,146	0,005	0,005
Marktwarde tot boekwaarde-ratio	1,013	0,764	0,830	0,670	0,769	0,000	0,000	0,040	0,058	0,058
Overnamegeruchten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,107	0,430	0,160	0,160
Aantal waarnemingen	1400	212	90	69	53					

Noot: Deze tabel toont de verschillen in gemiddelde en mediaan waarden tussen beursfondsen die op de beurs genoteerd blijven, publiek-naar-privaat transacties, private equity buyouts, management buyouts en overige publiek-naar-privaat transacties. De laatste vier kolommen tonen de p-waarden voor een t-test die toetst of de gemiddelde waarden aan elkaar gelijk zijn (Panel A) en de p-waarden van een Mann-Whitney U-test die toetst of de mediaan waarden aan elkaar gelijk zijn (Panel B). Alle variabelen met uitzondering van de eigendomsstructuur en de incurante aandelen variabele, zijn afgekappt op het eerste en 99ste percentiel.

De publiek-naar-privaat transacties worden gekenmerkt door een hogere eigendomsconcentratie, hier gemeten door de Herfindahl index, dan de controle-ondernemingen. De van de beurs gehaalde ondernemingen kennen een hoger aandelenbezit in handen van managers en financiële instellingen. De privaat gaande ondernemingen kennen een lagere verhouding van marktwaarde tot boekwaarde van de activa in vergelijking tot de controle-ondernemingen. Er doen tevens meer overnamegeruchten de ronde over de privaat gaande ondernemingen dan over de controle-ondernemingen. De aandelen van de ondernemingen die van de beurs verdwijnen worden minder vaak verhandeld en door minder beursanalisten gevolgd in vergelijking tot de controlegroep. Daarnaast beschikken de van de beurs gehaalde ondernemingen over minder kasmiddelen, kennen ze een lagere omzetgroei, keren ze een hoger percentage van hun winst uit als dividend en zijn ze meer winstgevend.

Wanneer we naar de verschillen tussen de *private equity buyouts* en *management buyouts* kijken valt op dat de *private equity buyouts* gekenmerkt worden door significant minder aandelenbezit door managers, significant hoger aandelenbezit door financiële instellingen en een lagere concentratie van eigendom. Daarnaast zijn de *private equity buyouts* groter dan de *management buyouts*, zijn ze meer winstgevend en keren ze meer dividend uit. Meer analisten volgen de *private equity buyouts* en hun aandelen worden meer frequent verhandeld. De verhouding van de marktwaarde tot de boekwaarde van de activa is hoger voor de *private equity buyouts* in vergelijking tot de *management buyouts*. Dit suggereert dat *private equity buyouts* minder last hebben van onderwaardering dan *management buyouts*.

Tot slot berekenen we de vrije-kasstroom-variabele gebruikt door Lehn en Poulson (1989). We vinden dat *private equity buyouts* hogere vrije kasstromen hebben in het jaar voorafgaand aan de publiek-naar-privaat transactie. Deze maatstaf wordt echter bekritiseerd door Arzac (1992). Hij stelt dat de door Lehn en Poulson (1989) gebruikte maatstaf een prestatie maatstaf is en niet zo zeer de vrije kasstroom meet. De door Lehn en Poulson (1989) gebruikte kasstroommaatstaf is in onze steekproef inderdaad hoog gecorreleerd met de winstgevendheid van de onderneming. In deze bijdrage geven wij daarom de voorkeur aan de hoeveelheid kasmiddelen in verhouding tot het balanstotaal als maatstaf voor de aanwezigheid van vrije kasstromen. Deze kasmiddelen staan immers ter directe beschikking aan het management. De ondernemingsleiding heeft discretionaire bevoegdheid om te besluiten over hoe ze dit geld zal aanwenden. Wij vinden dat *private equity buyouts* over minder kasmiddelen kunnen beschikken dan *management buyouts*. Dit suggereert dat vrije kasstromen weliswaar mogelijk *management buyouts* kunnen verklaren maar van minder belang zijn bij *private equity buyouts*.

3.3. Methodologie

We gebruiken een multinomiaal logistische regressie (MNL) model om te toetsen of de *private equity buyouts* en *management buyouts* om verschillende redenen plaatsvinden. Een probleem is dat onze controlegroep een willekeurige steekproef is uit de totale populatie van beursfondsen terwijl we nagenoeg de gehele populatie van publiek-naar-privaat transacties beschouwen. De publiek-naar-privaat transacties zijn daarmee oververtegenwoor-

digd. Dit kan leiden tot vertekening bij het schatten van de intercept en standaardfouten van de regressiecoëfficiënten. Wij volgen de procedure van Kieschnick (1998) en Fok en Franses (2002) om dit probleem te verhelpen.

Een andere belangrijke aanname bij het MNLR-model is de onafhankelijkheid van de irrelevante alternatieven. Dit houdt in dat de kans op een *private equity buyout* en *management buyout* niet afhangt van het meenemen van een derde type publiek-naar-privaat transactie. We voeren een door Hausman en McFadden (1984) ontwikkelde toets uit om te testen of de onafhankelijkheid van irrelevante alternatieven opgaat.

Om te toetsen of de *private equity buyouts* en *management buyouts* significant van elkaar verschillen voeren we een *likelihood ratio* test uit ontwikkeld door Cramer en Ridder (1991).

4. EMPIRISCHE RESULTATEN

Tabel 3 rapporteert de resultaten van de multinomiaal logistische regressies. De ondernemingen die op de beurs genoteerd blijven fungeren hierbij als controlegroep. Tabel 3 (pag. 50) toont de regressiecoëfficiënten voor de *private equity buyouts*, *management buyouts* en overige publiek-naar-privaat transacties in aparte kolommen. Deze coëfficiënten tonen hoe de verklarende variabelen de kans op de desbetreffende publiek-naar-privaat transactie beïnvloeden in vergelijking tot de controlegroep. De laatste drie kolommen van tabel 3 tonen de p-waarden van de *likelihood ratio* test. Deze test toetst of de regressiecoëfficiënten significant van elkaar verschillen. Wij zijn hierbij in het bijzonder geïnteresseerd in verschillen in regressiecoëfficiënten tussen de *private equity buyouts* en *management buyouts*. De voorlaatste regel toont de p-waarden voor de *likelihood ratio* test die toetst of alle regressiecoëfficiënten samen (met uitzondering van de constante) gelijk zijn voor de corresponderende twee groepen publiek-naar-privaat transacties. De laatste regel toont de p-waarden voor de toets voor onafhankelijkheid van de irrelevante alternatieven.

Onze resultaten laten zien dat de publiek-naar-privaat transacties onderling grote verschillen tonen in de redenen voor de transactie. Alle drie de typen publiek-naar-privaat transacties hebben verschillende bedrijfskenmerken in vergelijking tot ondernemingen die op de beurs genoteerd blijven. De test voor de irrelevante alternatieven toont dat de keuze voor een bepaald type publiek-naar-privaat transactie (*private equity buyout* of *management buyout*) onafhankelijk gemaakt wordt. Dit impliceert dat de keuze om de onderneming van de beurs te halen en de keuze voor een *private equity buyout* of *management buyout* tegelijkertijd worden genomen. Met andere woorden, ondernemingen besluiten niet eerst van de beurs te gaan en dan pas te kijken naar de verschillende manieren om dit te effectueren.

Tabel 3. Multinomiale logistische regressieresultaten

	Private equity buyouts		Management buyouts		Overige transacties		p-waarde van de likelihood ratio test		
	Coefficiënt	Standaardfout	Coefficiënt	Standaardfout	Coefficiënt	Standaardfout	Private equity buyouts versus management buyouts	Private equity buyouts versus overige	Management buyouts versus overige
Kasmiddelen	-2,324	(1,150)**	1,589	(0,854)*	1,445	(0,958)	0,004	0,009	0,906
Omzetgroei	0,010	(-0,360)	0,282	(0,368)	-1,085	(0,695)	0,586	0,128	0,054
Dividend payout-ratio	0,565	(0,293)*	0,172	(0,340)	-0,585	(0,256)**	0,372	0,003	0,058
Belastingen	5,668	(4,600)	12,06	(5,030)**	15,715	(4,743)***	0,330	0,114	0,573
Aandelenbezit management	2,044	(0,805)**	2,676	(0,692)***	-1,608	(1,393)	0,528	0,013	0,001
Aandelenbezit Financiële instellingen	3,247	(0,618)***	-0,170	(0,812)	0,094	(0,830)	0,000	0,001	0,814
Incourante aandelen	0,268	(0,800)	4,713	(0,951)***	3,075	(1,000)***	0,000	0,026	0,213
Mate waarin de onderneming wordt gevolgd door analisten	0,009	(0,050)	-0,134	(0,070)*	0,027	(0,062)	0,079	0,814	0,071
Marktwaaarde tot boekwaarde ratio	-0,293	(0,170)*	-0,887	(0,243)***	-0,512	(0,233)**	0,038	0,431	0,251
Overnameguchten	0,414	(0,099)***	0,440	(0,138)***	0,321	(0,135)**	0,865	0,537	0,513
Balanstotaal	-0,017	(0,122)	0,301	(0,140)**	0,278	(0,146)*	0,078	0,114	0,908
Totaal vreemd vermogen	-1,034	(0,825)	0,718	(0,796)	1,400	(0,868)	0,113	0,038	0,543
Rendement op totaal vermogen	1,530	(1,046)	0,419	(0,779)	-0,216	(0,806)	0,375	0,176	0,564
Standaarddeviatie van rendementen	0,079	(0,033)**	0,045	(0,034)	-0,012	(0,041)	0,463	0,074	0,260
Likelihood ratio test of alle coëfficiënt van elkaar verschillen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Test voor onafhankelijkheid van irrelevante alternatieven	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

Noot: Deze tabel rapporteert de multinomiale logistische regressieresultaten. Het model is geschat met behulp van 212 publiek-naar-privaat transacties (90 private equity buyouts, 69 management buyouts and 53 overige transacties) die gedurende de periode 1997-2003 hebben plaatsgevonden in het Verenigd Koninkrijk. De 1200 willekeurig geselecteerde beursfondsen die op de beurs genoteerd blijven vormen hierbij de controlegroep. Standaardfouten staan tussen haakjes en significante coëfficiënten zijn aangeduid met * (10% niveau), ** (5% niveau) en *** (1% niveau), respectievelijk. De laatste drie kolommen tonen de p-waarden voor de likelihood ratio test die toets of de individuele regressiecoëfficiënten tussen de vermelde twee groepen publiek-naar-privaat transacties significant van elkaar verschillen. De voorlaatste regel toont de p-waarden voor de likelihood ratio test ontwikkeld door Cramer en Ridder (1991). Deze test toetst of alle regressiecoëfficiënten samen (met uitzondering van de constante) gelijk zijn voor de corresponderende twee groepen publiek-naar-privaat transacties. De laatste regel toont de p-waarden voor de toets voor onafhankelijkheid van de irrelevante alternatieven ontwikkeld door Hausman en McFadden (1984). Zie Tabel 1 voor definities van de variabelen.

4.1. Onderwaardering

Wij betogen dat onderwaardering een minder belangrijke rol speelt bij *private equity buyouts* in vergelijking tot *management buyouts*. *Private equity* huizen zijn naast onderwaardering ook op zoek naar andere bronnen van waardecreatie in de ondernemingen die ze overnemen. De resultaten in tabel 3 ondersteunen deze hypothese. De verhouding van de marktwaarde tot boekwaarde van de activa is significant negatief. Dit toont dat beide typen publiek-naar-privaat transacties minder hoog gewaardeerd worden dan ondernemingen die besluiten om op de beurs genoteerd te blijven. Er doen over de publiek-naar-privaat transacties ook meer overnamegeruchten de ronde dan voor de ondernemingen die op de beurs genoteerd blijven. Echter de regressiecoëfficiënt voor de *private equity buyouts* is hoger dan voor de *management buyouts*. Dit suggereert dat onderwaardering voor de *management buyouts* een meer belangrijke reden is om de onderneming van de beurs te halen dan voor de *private equity buyouts*.

4.2. Beperkte aandacht voor het aandeel

Ondernemingen met incurante aandelen en ondernemingen die in beperkte mate worden gevolgd door beursanalisten zijn onvoldoende zichtbaar en lopen het risico niet in de beschouwing te worden betrokken door beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen. *Private equity* huizen zijn echter meer geïnteresseerd in courante aandelen die gevolgd worden door analisten omdat het de informatieasymmetrie met de ondernemingsleiding verkleint en het hun selectiekosten vermindert. Tabel 3 toont aan dat incurante handel in de aandelen de kans op een *management buyout* vergroot maar niet die op een *private equity buyout*. Het verschil tussen de beide regressiecoëfficiënten is statistisch significant. De mate waarin ondernemingen worden gevolgd door beursanalisten heeft een soortgelijk effect. Als er weinig analisten zijn die de onderneming volgen vergroot dit de kans op een *management buyout* maar niet op een *private equity buyout*.

De omvang van de onderneming gemeten aan de hand van het balanstotaal kan worden gezien als een andere maatstaf voor zichtbaarheid. Tabel 3 toont aan dat een grotere omvang gepaard gaat met een hogere kans op een *management buyout*. Dit is inconsistent met het argument dat *management buyouts* van de beurs gaan omdat ze beperkte aandacht krijgen van beleggers en beursanalisten. De positieve coëfficiënt kan echter worden toegeschreven aan de hoge correlatie tussen omvang en de variabele die incurante aandelenhandel meet. De coëfficiënt voor bedrijfsomvang is significant negatief voor de *management buyouts* en niet significant voor de *private equity buyouts* indien de variabele incurante handel niet langer wordt opgenomen in het regressiemodel.

4.3. Aanwezigheid vrije kasstromen

De vrije-kasstroom-hypothese van Jensen (1986) stelt dat ondernemingen met meer kasmiddelen eerder geneigd zijn om privaat te gaan via een met leningen gefinancierde publiek-naar-privaat transactie. Door eigen vermogen te vervangen door vreemd vermogen ontstaat een periodieke renteverplichting die de hoeveelheid kasmiddelen die ter vrije beschikking staat aan het management vermindert. Het verminderen van de hoeveelheid kasmiddelen is vooral van belang bij ondernemingen met onvoldoende

groeivoorzichten. Een ander voordeel van het aantrekken van vreemd vermogen ter financiering van de publiek-naar-privaat transactie is dat de te betalen winstbelasting lager wordt. Wij stellen dat private equity fondsen echter voornamelijk belangstelling hebben voor ondernemingen met goede groeimogelijkheden en onvoldoende kasmiddelen om deze te benutten.

Wij nemen variabelen in onze analyse op die de hoeveelheid kasmiddelen, omzetgroei, de dividend payout ratio en de belastingdruk meten. De resultaten in tabel 3 tonen dat de hoeveelheid kasmiddelen de kans op een *management buyout* vergroot maar de kans op een *private equity buyout* verkleint. *Management buyouts* dienen mogelijk om de vrije kasstroom te verminderen maar dat gaat niet op voor de *private equity buyouts*. De omzetgroei is geen significante determinant van de kans op een publiek-naar-privaat transactie.

De dividend payout ratio is opgenomen als verklarende variabele in ons model omdat het dividendbeleid van de onderneming nauw verband houdt met de vrije-kasstroom-hypothese. Als de onderneming een hoger percentage van haar winst als dividend uitkeert wordt op die manier het vrije-kasstroom-probleem gemitigeerd. De dividend payout ratio vergroot de kans op een *private equity buyout*. In combinatie met de bevinding dat *private equity buyouts* doorgaans over minder kasmiddelen beschikken dan de controlegroep toont aan dat de *private equity buyouts* minder onderhevig zijn aan problemen met de vrije kasstroom. De belastingdruk vergroot de kans op een *management buyout*. Belastingen zijn echter niet specifiek voor het vrije-kasstroom-argument en verlaging van de belastingdruk gaat gepaard met elke publiek-naar-privaat transactie die met leningen wordt gefinancierd.

4.4. Diversificatie van aandelenbezit managers

Managers kunnen de publiek-naar-privaat transactie tevens aangrijpen om hun aandelenbezit in de onderneming te verzilveren. *Private equity* huizen zijn echter op zoek naar ondernemingen met aandelenbezit in handen van institutionele beleggers om zo gemakkelijker steun te kunnen verwerven voor hun overnameplannen. De kans op een *management buyout* wordt inderdaad vergroot naarmate het management meer aandelen in de eigen onderneming bezit. Echter aandelenbezit van managers vergroot eveneens de kans op een *private equity buyout*. Dit suggereert dat *private equity* fondsen op zoek zijn naar ondernemingen met aandelenbezit door managers om zo een vriendelijke overname te realiseren met medewerking van het management. In overeenstemming met onze hypothese wordt de kans op een *private equity buyout* vergroot door hoger aandelenbezit in handen van institutionele beleggers terwijl de kans op een *management buyout* hierdoor niet wordt bepaald.

4.5. Controlevariabelen

Naast de omvang van de onderneming bevat ons model drie additionele controlevariabelen: vreemd vermogen, rendement op totaal vermogen en de standaarddeviatie van de rendementen. Deze drie variabelen hebben geen significante invloed op de kans op een *management buyout*. De standaarddeviatie van de rendementen heeft een positieve

invloed op de kans op een *private equity buyout*. De overige twee controlevariabelen zijn ook hier insignificant.

5. CONCLUSIES

In deze bijdrage stellen wij dat de recente betrokkenheid van *private equity* fondsen bij publiek-naar-privaat transacties heeft geleid tot veranderingen in de kenmerken van de ondernemingen die van de beurs verdwijnen. Wij tonen aan dat de *private equity buyouts* andere kenmerken bezitten dan de *management buyouts* die doorgaans in de literatuur worden bestudeerd. De *private equity buyouts* kennen minder onderwaardering in vergelijking tot de *management buyouts*. Daarnaast beschikken *private equity buyouts* over minder kasmiddelen dan *management buyouts* in het jaar voorafgaand aan de publiek-naar-privaat transactie en keren ze een hoger dividend uit. De vrije-kastroom-hypothese van Jensen (1986) is daarom meer van toepassing op de *management buyouts* dan op de *private equity buyouts*. Tevens bestaat er meer aandacht onder beleggers en beursanalisten voor de aandelen van ondernemingen die via een *private equity buyout* de beurs verlaten. Tot slot worden de *private equity buyouts* en *management buyouts* gekenmerkt door hoger aandelenbezit van managers in vergelijking tot de controlegroep van ondernemingen die beursgenoteerd blijven. De *private equity buyouts* kennen een hoger aandelenbezit in handen van institutionele beleggers in vergelijking tot de *management buyouts*. Wellicht zijn institutionele beleggers eerder bereid om hun aandelen tegen een premie aan *private equity* huizen te verkopen wat een dergelijke publiek-naar-privaat transactie eenvoudiger maakt.

Concluderend kan worden gesteld dat de voordelen van een beursnotering voor ondernemingen die via een *private equity buyout* de beurs verlaten ogenschijnlijk groter zijn dan voor de ondernemingen waarvan de aandeelhouders door de ondernemingsleiding worden uitgekocht via een *management buyout*. De *private equity buyouts* worden gekenmerkt door meer courant verhandelde aandelen, worden door meer beursanalisten gevolgd en zijn op de beurs minder ondergewaardeerd. De ondernemingen die van de beurs gehaald worden door *private equity* huizen beschikken echter over weinig kasmiddelen en nemen wellicht om die reden hun toevlucht tot privaat durfkapitaal. De *private equity* fondsen bieden de benodigde financiële middelen om het groeipotentieel van de onderneming te realiseren en bieden de extra kennis nodig voor strategische heroriëntatie en herstructurering.

LITERATUUR

- Allen, F. en D. Gale (1999), Diversity of Opinion and Financing of New Technologies, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, pp. 68–89.
- Amit, R., J. Brander en C. Zott (1998), Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence, *Journal of Business Venturing*, vol. 13, pp. 441–446.

- Arzac, E.R. (1992), On the Capital Structure of Leveraged Buyouts, *Financial Management*, vol. 21, pp. 17-26.
- Bolton, P. en E.-L. von Thadden (1998), Blocks, Liquidity, and Corporate Control, *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 1-25.
- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), The Entrepreneur's Choice between Public and Private Ownership, *Journal of Finance*, vol. 61, pp. 803-836.
- Brennan, M. en P. Hughes (1991), Stock Prices and the Supply of Information, *Journal of Finance*, vol. 46, pp.1665-1691.
- Cramer, J.S. en G. Ridder (1991), Pooling States in the Multinomial Logit Model, *Journal of Econometrics*, vol. 47, pp. 267-272.
- DeAngelo, L. (1990), Equity Valuation and Corporate Control, *Accounting Review*, vol. 65, pp. 93-112.
- Elitzur, R., P. Halpern, R., Kieschnick, en W. Rotenberg (1998), Managerial Incentives and the Structure of Management Buyouts, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 36, pp. 347-367.
- Faccio, M. en M.A. Lasfer (2000), Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in which They Hold Large Stakes?, *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, pp. 71-110.
- Fok, D. en P.H. Franses (2002), Ordered Logit Analysis for Selectively Sampled Data, *Computational Statistics and Data Analysis*, vol. 40, pp. 477-497.
- Fox, I. en A. Marcus (1992), The Causes and Consequences of Leveraged Management Buyouts, *Academy of Management Review*, vol. 17, pp. 62-85.
- Gompers, P. en J. Lerner (2001), *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*, Harvard Business School Press, Boston, eerste editie.
- Halpern, P., R. Kieschnick, en W. Rotenberg (1999), On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions, *Review of Financial Studies*, vol. 12, pp. 281-309.
- Hausman, J. en D. McFadden (1984), Specification Tests for the Multinomial Logit Model, *Econometrica*, vol. 52, pp. 1219-1240.
- Jensen, M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Kaplan, S., 1989, Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value, *Journal of Finance*, vol. 44, pp. 611-632.
- Kieschnick, R. (1998), Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions Revisited, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 25, pp. 187-202.
- Lehn, K. en A. Poulsen (1989), Free cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, *Journal of Finance*, vol. 44, pp. 771-787.
- Maupin, R.J., C.H. Bidwell en A.K. Ortegren (1984), An Empirical Investigation of the Characteristics of Publicly-Quoted Corporations Which Change to Closely-Held Ownership Through Management Buyouts, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 11, pp. 435-450.
- Merton, R.C. (1987), A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 483-510.
- Opler, T. en S. Titman (1993), The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs, *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 1985-1999.

Smit, H.T.J. en W. DeMaeseniere (2005), The Role of Investor Capabilities in Public-to-Private Transactions, *Working paper*.

Weir, C., D. Laing, M. Wright, en A. Burrows (2004), Financial Distress Costs, Incentive Realignment, Private Equity and the Decision to Go Private: Public to Private Activity in the UK, *Working paper*.

INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS INTO PRIVATE EQUITY FUNDS

Armin Schwienbacher¹

ABSTRACT

The investment behavior of US institutional investors in selecting private equity funds was studied. The results show that, while this group of investors predominantly selected US funds, their interest in directly investing in foreign funds has increased over time. Insurance companies, financial corporations (banks), and public pension funds in the US are “global players” that are likely to invest directly in foreign private equity funds. This conclusion holds for investments in European funds as well as for investments in Asia. More experienced funds providers are more likely to invest abroad, and when doing so they are more likely to invest in venture capital funds as opposed to buyout funds.

1. INTRODUCTION

Private equity (PE) has become an important asset class for a growing number of large institutional investors, such as insurance companies, banks, public and private pension funds, university endowments, and foundations.² These institutions tend to allocate up to 5% (sometimes more) of their capital to PE via limited partnerships that typically last at least 10 years (Gompers and Lerner, 1996). Corporations also invest in venture capital (VC) funds or even set up their own PE vehicle.³ At the same time, the private equity market is a highly intermediated one, in which managers of PE funds (so-called general partners, GPs) intermediate between investors (so-called limited partners, LPs) and portfolio companies. LP investments are based on a memorandum that states the types of investments the GP is expected to undertake according to industry type, geographical location, and stage of company development.

While most PE activities have taken place in the US (except perhaps for buyouts, which are also common in the UK), financial markets have become increasingly international, allowing institutional investors to diversify globally (Megginson, 2004). Also, recent trends in capital flow suggest a recovery of the main PE markets around the world. PE investors seem to have put aside the negative experience of the IT bubble burst, which led to a sharp decline in their interest in PE as an asset class. These trends raise impor-

¹ Dr Armin Schwienbacher is Assistant Professor of Finance at the University of Amsterdam Business School and Associate Professor of Finance at the Université Catholique de Louvain (Belgium).

² In this article, private equity is defined as buyout and venture capital combined.

³ For instance, Siemens does both. It has its own venture capital funds and has also invested in various independent venture capital funds, such as Lightspeed Venture Partners, MedVenture Associates, and STAR Ventures (cf. www.siemensventurecapital.com/).

tant questions as to which PE funds will be able to re-attract sufficient capital, in the US but also abroad.⁴ Given the general trend towards global diversification, one might also expect important worldwide capital flows in PE funds as PE has become an important asset class of major institutional investors.

The first question addressed in the present study is: Which US limited partners invest abroad directly into funds, in particular European PE funds? In other words, which LPs are “global players”, and which type of fund is more likely to attract international capital? The second question is: Are more-established fund providers more likely to invest in foreign funds? Since data were available for US LPs only, the analysis was refined by investigating US institutional fund providers. The results add to our understanding of the types of institutional investors likely to seek global diversification through direct investments into international PE funds. For European funds, this information is particularly important since seeking capital from international investors is a critical component of long-term survival.

Little is known about how different types of institutional investors affect the supply of capital to the PE sector (exceptions include Lerner, Schoar and Wong, 2007, and Jeng and Wells, 2000), in particular in the international context of PE fund selection. However, certain types of investors are expected to be more prone than others to actively seek PE investments directly into funds. This is likely to be the case for LPs that already engage in global diversification for more traditional asset classes through direct (non-intermediated) investments. This provides them with a comparative advantage in accessing valuable information and selecting better investment opportunities directly. Specifically, financial institutions, such as insurance companies, banks, and pension funds, are assumed to have better direct access to PE funds internationally than other investors, such as corporations, university endowments, and governmental agencies. Moreover, the latter institutions may be constrained in that they typically pursue objectives other than pure profit maximization. Thus, the primary objective of this study is to test the hypothesis that financially related institutional investors (such as insurance companies, banks, and pension funds) are more likely than other types of institutions to act as global players in direct PE fund investments.

Direct investments into PE funds were examined by documenting the increased interest by US institutional investors in taking a global perspective for their investments in PE and thus in diversifying their portfolio by investing in foreign PE markets. The results show that insurance companies, financial corporations (banks), and public pension funds are indeed “global players” that are more likely to invest directly into foreign PE funds. This result holds for investments in European funds and for investments in Asia. Moreover, more-experienced fund providers are more likely to invest abroad, and when doing so they are more likely to invest in VC funds and less in private funds.

The present analysis is related to a number of other studies on PE, the more recent

4 In a recent news release, Dow Jones VentureOne (published by VentureSource) reported that US venture capital funds raised nearly 25 billion dollars annually in 2005 and 2006 alone for venture capital. The average size of these newly raised funds has further increased. In 2006, 16% of them were valued at USD 500 million or more, and only 34% were smaller than USD 100 million. In Europe (EVCA Key Data), industry participants raised €71.8 billion of new capital in 2005 (80% going to buyout funds) and €27.4 billion the year before (65% buyout).

of which have focused on international markets. Others have taken a broad look at VC and PE markets outside the US as well as issues pertaining to the legal environment, fund structures, and differences in contracting practices (e.g., Kaplan and Stromberg, 2003, Kaplan, Martel and Stromberg, 2006, and Lerner and Schoar, 2005).⁵ However, most of these studies on PE have largely focused on the relationship between VC funds and portfolio companies, rather than on the relationship between LPs and GPs. To our knowledge, no existing study examined so far the selection process of LPs for direct foreign PE fund investments.

Another strand of the literature that has emerged recently has examined diversification into alternative asset classes and the impact on international capital flows (Froot, O'Connell and Seasholes, 2001, and Froot and Teo, 2004). These studies have highlighted trends towards style investments that consider assets as classes, rather than focusing on individual investment opportunities (Wermers, 2002, and Barberis and Shleifer, 2003). Cumming, Fleming, and Schwiendbacher (2005), however, indicated that PE fund managers often deviate from their promised "style" during the development of companies. This style-drift effect is most pronounced for well-established PE firms.

The remainder of the article is structured as follows. Section 2 describes the investment process of institutional investors in PE funds. Section 3 discusses data and sample issues. Section 4 provides stylized facts on the internationalization of the PE markets. Section 5 presents the study results. Section 6 concludes with final remarks and suggestions for avenues of future research.

2. INVESTMENT IN PE FUNDS BY INSTITUTIONAL INVESTORS

Given the growing amount of capital under management, institutional fund providers increasingly categorize their investments in asset classes in order to make investment decisions, as opposed to considering investment opportunities individually. Among other reasons, this allows providers to better assess and control their overall portfolio risk and to more easily designate comparable performance benchmarks for assessing the performance of each fund manager.

When considering investment in a fund, institutional investors evaluate funds along several dimensions according to which they aim at achieving diversification. For PE, these include industry focus, geographical span, and the stage of development of a portfolio company (e.g., whether it is a VC or buyout fund). Since institutional fund providers make investment decisions according to "classes", it is critical that fund managers invest the committed capital in the defined style.

The relationship between fund providers and VC managers (GPs) is governed by the limited partnership agreement that stipulates the rights and duties of these managers. Given that fund providers are LPs and thus have little access to the day-to-day management of the fund, the inclusion of covenants that limit the VC manager's behavior is

⁵ A more complete and recent overview of the different structures of PE funds and their international context was provided by Cumming, Fleming, and Schwiendbacher (2007).

critical to mitigating agency problems.⁶ A detailed empirical analysis of the covenants included in limited partnership agreements was provided by Gompers and Lerner (1996). Another important component of the relationship that affects the incentives of the VC manager is performance-based compensation. While the 2-20 rule has long been the standard (i.e., 2% management fee on managed capital *plus* 20% of profits for the VC manager), more recent agreements have varied in this respect (Gompers and Lerner, 1996, Litvak, 2004).

A few studies have sought to assess the performance of PE funds, but have acknowledged the difficulty in obtaining unbiased data (Kaplan and Schoar, 2005, Cochrane, 2005, Phalippou and Gottschalg, 2006, and Hege, Palomino and Schwienbacher, 2003). Various approaches have been adopted to correct for these biases. Nonetheless, among other findings, it was noted that, in Europe, the lack of sufficient risk-adjusted performance seems to have deterred the supply of VC, especially for early-stage investments. Moreover, buyout funds were found to provide better returns, although the perceived risk is lower than that of VC.

Lerner, Schoar, and Wong (2007) documented significant differences in the returns achieved by different institutional investors. In particular, they found that endowments realize about 14% higher returns than other LP types. A significant unexplained residual remained, however, even after controls for (among other things) differences in the risk profiles of funds. Moreover, the analysis of these authors did not allow concluding that endowments realize higher returns only because they have better access to well-established funds.

3. DATA AND SAMPLE SELECTION

Data used for this analysis were taken from the Venture Economics database of Thomson Financials. The primary sample selection procedure was to draw on the capital commitments (except for commitments into fund-of-funds) made by all of the US LPs included in the database. This comprised investments from 1960 until 2005 (based on vintage years), with proportionately more observations in the most recent years. The Venture Economics database is made up of most of the major US institutional investors investing in PE. The data consisted of information on LP type and experience and on GP fund type, size and experience. After several observations were eliminated due to incomplete information, the remaining sample comprised 4,119 transactions (LP-GP pairs), of which 284 were in non-US funds.

It should be noted that our sample consisted of only those investments in VC and buyout funds⁷ by US LPs in the Venture Economics that were made directly into funds. Consequently, this excluded all investments done by these same LPs in funds-of-funds, which may also invest a fraction of their capital into PE. A reliance on funds-of-funds

⁶ An instructive discussion of the benefits and limitations of the limited partnership structure of PE funds is provided in the Appendix of Lerner and Schoar (2004).

⁷ This excludes investments in other PE funds, such as those specialized in real estate or energy investments unrelated to VC or buyout transactions.

may, in fact, be even more pronounced for international diversification, as LPs may know less about foreign GPs than about national ones and thus rely on funds-of-funds for international investments. Since it was not possible to control for this alternative investment strategy, an important limitation of this study is its exclusive focus on direct investments.

4. INTERNATIONALIZATION OF PE MARKETS

This section describes developments in PE investments by US institutional investors over time and emphasizes current trends towards the internationalization of those investments.⁸

Figure 1. Investments in US and Non-US PE funds by US Limited Partners

The sample used in this figure comprised all investments in PE funds according to their vintage year (i.e., the year in which the fund raised the capital). For each considered time interval, the relative importance (in percent of total number of funds raised in each time period) of each type of LP is given.

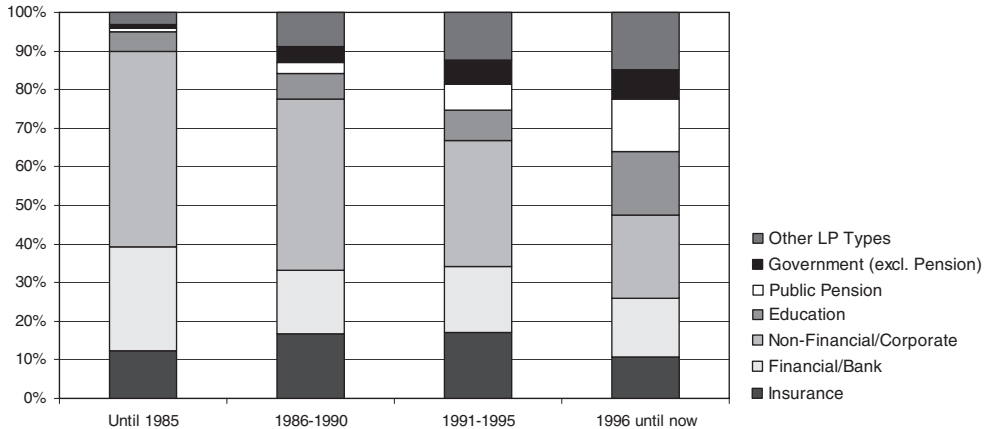


Figure 1 shows the trends in direct investments into PE funds over time by different types of LPs. It considers all the sample of fund investments based on vintage year (i.e., the year that the fund raised the capital). For each time interval, the relative importance of each type of LP is given in percent. As can be concluded from the figure, there has been an increase in public pension fund LPs (corporate pension funds are usually too small to play a meaningful role as LPs and are thus not included in this category). In the US, this phenomenon has been largely attributed to the legal changes that occurred in the late 1970s, which allowed pension funds to invest more in risky assets such as PE (Gompers and Lerner, 1999) and which triggered significant capital inflows throughout the 1980s and 1990s. Indeed, a reassessment in 1979 of the prudent man rule included in the Employee Retirement Income Security Act (ERISA) made it possible for pension

⁸ Megginson (2004) provides an excellent overview of the topic from an industry perspective more generally.

managers to improve diversification of their portfolio and thereby to allocate a small percentage to riskier assets such as PE. There is also weak evidence that reductions in capital gains taxation further contributed to the attractiveness of PE investments (Gompers and Lerner, 1999).

A positive trend is also observed for education-related LPs, which are essentially university endowments. Government-related LPs, such as state investment boards, have gained in importance over time as well. The increase in other types of LPs is largely attributable to the increased interest of foundations in PE vehicles as an alternative asset class. These various positive trends contrast with the constant reduction (in relative terms) of investments by non-financial LPs, i.e., corporations.

Figure 2. Composition of investments in foreign PE funds by US LPs over time

The sample used in this figure comprised all investments in foreign PE funds by US LPs. The relative allocation to venture capital as opposed to buyout is shown. The proportions reported were based on the number of funds (i.e., not weighted by fund size).

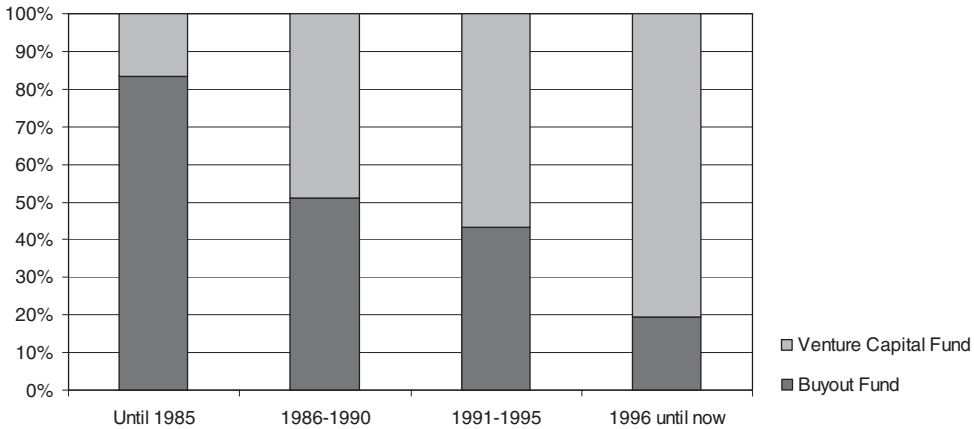


Figure 2 charts the investments in foreign PE funds by US LPs only and shows the relative allocation to VC as opposed to buyout. The proportions reported were based on the number of investments made and are therefore un-weighted values (weighting on the amount invested would give more weight to buyout funds). There is a clear trend towards VC funds (compared to buyout, but not in absolute terms), as the fraction of investments rose from 16.7% prior to 1985 to 80.6% for the period after 1995. The fraction allocated to buyout decreased accordingly. This is in line with recent developments in new PE markets, and especially VC, in Europe and Asia. It contrasts with earlier days, when the buyout market received a large amount of capital due to its well-developed markets, which originated in the 1980s (especially in the UK⁹). The shift towards proportionately more VC investments started well before the late 1990s, when capital inflow into VC literally exploded in Europe and in Asia (but also in the US).

⁹ Indeed, many of the investments into buyout funds are into those located in the UK.

Table 1. International capital flows into PE funds by LPs

This table shows the developments in international capital flows of US private equity investors into non-US funds over time. It covers only direct investments into funds and therefore excludes investments through funds-of-funds.

	All Time Periods	Until 1985	1986- 1990	1991- 1995	After 1995
<i>Panel A: Proportion of Investments in Non-US (Foreign) PE Funds Compared to Total Direct Investments by US LPs</i>					
In percent	0.069	0.011	0.070	0.067	0.083
Number of observations in sample	284	6	43	44	191
<i>Panel B: Proportion of Direct Investments in Non-US (Foreign) PE Funds by US LPs</i> (from the sub-sample of all non-US funds that have received capital from at least one US LP)					
PE fund is "independent" (private)	0.799	1.000	0.837	0.614	0.827
PE fund has "financial" affiliation (e.g., to a bank)	0.180	0.000	0.163	0.250	0.173
Other fund types (e.g., corporate)	0.021	0.000	0.000	0.136	0.000
PE fund is located in Europe	0.820	0.833	0.767	0.682	0.864

Table 1 provides summary statistics on two important sub-samples. Panel A highlights the fraction of LP investments in foreign LP funds during different time periods. The data indicate a positive trend over time, not only in percent but also in absolute number. In relative terms, the proportion of foreign investments over total investments increased from 6.9% before 1986 to 8.3% during the period after 1995. Panel B presents further insights into the developments over time of investments by LPs into foreign PE funds. With respect to the type of PE fund, most foreign investments have continued to be in private funds, and there are no obvious trends over time, either along this dimension or in the fraction of LP investments in European funds relative to other non-US funds (mainly Asian). Indeed, according to our sample, over 80% of foreign funds have gone to Europe.

5. DIRECT INVESTMENTS IN FOREIGN PE FUNDS BY US FUND PROVIDERS

The analysis provided in the previous section raises a number of questions that should be further investigation in a multivariate setting. As mentioned in the Introduction, the objectives of this study were to identify those LPs that can be considered as "global players" and to determine whether more-experienced LPs are more inclined to invest abroad.

When the dependent variable is a dummy (0/1) variable, standard ordinary least squares (OLS) estimation is not appropriate. This was the case for most of our estimations. Therefore, the Logit regression was used instead. This regression is defined by the following estimation equation:

$$\text{Prob}(Y = 1) = \exp(b_0 + b_1 x_1 + b_2 x_2 + \dots + b_n x_n) / [1 + \exp(b_0 + b_1 x_1 + b_2 x_2 + \dots + b_n x_n)]$$

where $\text{Prob}(Y = 1)$ is the estimated probability that the dependent variable Y is equal to one. The explanatory variables (x_1, x_2, x_n) depend on the specification used (see Tables 2 and 3 for complete details).

In the analyses used herein, control variables for changed market conditions were included. The first variable was the natural logarithm of the Nasdaq Composite Index and the second was a dummy variable equal to one if the fund was raised after 1997. The third set of control variables consisted of year dummies based on the vintage year of the PE fund (i.e., the year in which the fund was set up).

5.1 Which types of LPs invest more often abroad?

Table 2 shows the estimation results from an analysis of the type of US LPs that are more inclined to invest in non-US (i.e., foreign) PE funds (see regressions 1–3). Insurance, financial, and public pension funds were identified as the major global investors. In fact, their propensity to invest in foreign funds was remarkably similar. These results contrast with those for all other types of LPs, and are in line with the notion that financially oriented investors (i.e., insurance, banks, and pension funds) have a stronger preference for diversification, while educational institutions may have more mixed objectives beyond pure-profit maximization and thus potentially more constraints. Corporations invest for the purpose of obtaining access to a technology, which requires investing in firms that create the most innovative products. Given the advantages of areas such as Silicon Valley and Route 128, the US will naturally receive the bulk of corporate investments, with the remainder going to other innovation clusters located in various areas in Europe and Asia.

Regressions 4–6 examine investments in European funds more specifically. The results are very similar to the ones discussed for foreign funds. However, it should be noted that in this study's sample a very large fraction of foreign investments were in European funds so it is not surprising that the results are not fundamentally different from those of the previous analysis.

In order to investigate whether more experienced LPs are more likely to invest abroad, two different measures of experience were used. The first, denoted "LP Experience", was the number of times the LP had already invested abroad in PE funds (according in our database). The second, denoted "First-Time Investment by LP", was a dummy variable equal to one if it was the first investment for the given LP. Accordingly, opposite signs were expected from these two measures, due to the lack of experience of the latter proxies. The results provided in Table 2 strongly support the hypothesis that more experienced LPs are more likely to invest in foreign funds. This is in line with the idea that they may possess better information, contacts, and skills to evaluate and select funds. However, the results from the inclusion of a quadratic term (i.e., "LP Experience" squared) suggest that the positive impact of LP experience decreases as LP experience increases.

Table 2. Investments in foreign/European private equity funds by US LPs

This table examines the LP types that are more likely to invest abroad. For regressions 1-3, the dependent variable is a dummy variable equal to one if the PE fund is not based in the US, and zero if it is. For regressions 4-6, the dependent variable is a dummy variable equal to one if the PE fund is based in Europe, and zero otherwise. All regressions are Logit regressions and include a constant, the coefficient of which is not reported. The first five explanatory variables are dummy variables equal to one if the LP is of the given institutional type, and zero otherwise. The variable "LP Experience" gives the number of times the LP had already invested in foreign PE funds so far (according to our database), while the variable "First-Time Investment by LP" is a dummy variable that was equal to one if it was the first investment for the given LP. Robust standard errors were used. Significance levels: *** 1%, ** 5%, * 10%.

Variables	Investment in Foreign Fund			Investment in European Fund		
	1	2	3)	4	5	6
Insurance	0.675 ***	0.668 ***	0.611 ***	0.542 **	0.534 **	0.493 **
Financial/Bank	0.674 ***	0.685 ***	0.764 ***	0.736 ***	0.742 ***	0.806 ***
Non-financial/Corporate	0.209	0.224	0.235	0.156	0.168	0.177
Educational	-0.418	-0.460	-0.426	-0.494	-0.525	-0.499
Public Pension	0.857 ***	0.886 ***	0.896 ***	0.994 ***	1.011 ***	1.020 ***
LP Experience	0.047 ***		0.117 ***	0.045 ***		0.098 ***
First-Time Investment by LP		-0.566 ***			-0.529 ***	
"LP Experience" squared			-0.002 ***			-0.002 **
LN (Nasdaq Composite Index)	-1.239 ***	-1.145 ***	-1.291 ***	-1.502 ***	-1.392 ***	-1.517 ***
Post-1997 Dummy	4.418 ***	4.130 ***	4.255 ***	4.861 ***	4.511 ***	4.741 ***
Vintage Year Dummies Included?	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of Observations	4119	4119	4119	4119	4119	4119
LR chi-squared	158.39 ***	144.63 ***	170.42 ***	199.51 ***	180.77 ***	205.35 ***
Pseudo R-squared	9%	8%	10%	11%	11%	12%

5.2 Which foreign funds are more likely to attract US LPs?

The next question was aimed at determining the types of foreign funds that are more likely to be the target of foreign investments by US institutional investors investing funds abroad. Table 3 (p. 66) shows the multivariate regression results with respect to type of fund (private vs. other types and VC vs. buyout) and experience of the PE firm (denoted "GP Experience"). GP experience was measured using the fund sequence of a firm's particular fund (i.e., whether it was the first fund, second fund, third fund...). This information is directly reported in Venture Economics, and is given per LP (irrespective of fund). Since this last variable was not a 0/1 variable, OLS estimations were carried out. Regressions 1–3 pertain to the sub-sample of investments into US funds, regressions 4–6 into foreign funds, and regressions 7–9 into European funds only.

The analysis, which controlled for market conditions (Nasdaq Composite Index and year dummies),¹⁰ indicated that most experienced LPs tend to invest less often in private funds than in any other fund type when investing in US and foreign funds. This is par-

¹⁰ Here, the dummy variable "Post-1997" was excluded due to collinearity problems during estimations of the sub-samples of foreign and European investments (Regressions 4–9). In order to make a comparison possible, this variable was also excluded from the three first regressions of the US sub-sample.

Table 3. Type of foreign/ European Private equity funds receiving capital from US LPs

This table addresses the question which type of foreign/European funds are more likely to obtain capital from US LPs. Regressions 1-3 examine US funds, regressions 4-6 foreign funds, and regressions 7-9 European funds. Regressions 1-2, 4-5, and 7-8 are Logit regressions, while the others are OLS estimations. "Private Fund" is a dummy variable equal to one if the fund is independent (LP structure), and zero otherwise. "VC Fund" is a dummy variable equal to one if the fund primarily invested in VC, and zero if in buyout. "GP Experience" gives the sequence of the fund raised by the PE firm (i.e., whether it was the first fund, second fund, third fund,...), and thus proxies the VC manager's experience. The first five explanatory variables are dummy variables equal to one if the LP is of the given institutional type, and zero otherwise. The variable "LP Experience" is the number of times the LP already invested in foreign PE funds so far, while the variable "First-Time Investment by LP" is a dummy variable that is equal to one if it is the first investment for the given LP. All regressions include a constant, the coefficient of which is not reported. Robust standard errors were used. Significance levels: *** 1%, ** 5%, and * 10%.

Variables	Regressions On Sub-Sample Of US Funds			Regressions on Sub-sample of Foreign Funds			Regressions on Sub-sample of European Funds		
	Private Fund	VC Fund	GP Experience	Private Fund	VC Fund	GP Experience	Private Fund	VC Fund	GP Experience
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Insurance	-0.435 **	0.083	-0.597 **	-0.603	-1.549 **	0.819	-1.297	-1.790 **	1.323 *
Financial/Bank	-0.151	0.107	-0.761 ***	-0.197	-1.155 *	-0.120	-1.042	-0.686	0.100
Non-Financial/Corporate	-0.160	0.225 **	-0.197	0.25	-0.714	0.242	0.365	-0.18	0.498
Educational	0.057	-0.163	0.042	-0.262	-0.464	0.499	0.333	0.088	0.667
Public Pension	0.057	-0.145	-0.133	0.756	-0.494	0.767	-0.377	-0.222	0.750
LP Experience	-0.056 ***	-0.024 ***	-0.022	-0.059 **	0.061 **	0.055	-0.011	0.055 *	0.033
LN (Nasdaq Composite Index)	0.370	-0.500 ***	-0.283	1.271	1.392	1.797	1.735	2.122	4.938 ***
Vintage Year Dummies Included?	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of Observations	3835	3835	3835	284	284	284	233	233	233
LR chi-squared	356.55 ***	614.85 ***		43.06 ***	72.22 ***		29.91 ***	56.18 ***	
R-squared (for OLS)			21%			38%			52%
Pseudo R-squared	13%	17%		19%	34%		21%	31%	

ticularly true for foreign investments outside Europe, given that it was not significant for the sub-sample of European funds (regression 7). Moreover, more experienced LPs are less likely to invest in VC funds when investing in the US, in contrast to when they invest in Europe or in other countries.

6. FINAL REMARKS AND FUTURE RESEARCH

This article has documented the increased interest by US institutional investors in taking a global perspective for their investments in PE, and thus in diversifying their portfolio by investing in foreign PE markets. European and Asian funds have attracted some of this capital flow through direct investments. It remains possible, however, that US LPs investing in other continents invest through funds-of-funds. The focus of the present analysis was restricted to direct investments into PE funds in the US and abroad. Moreover, more-experienced fund providers are more likely to invest abroad, and when doing so they are more likely to invest in VC funds than in private funds.

This analysis raises a number of new questions that are worth investigation. One direct question concerns the true diversification of LP portfolios, even for direct investments. Since a number of PE funds themselves invest abroad (and mention in their prospectus that they aim at global investments), further diversification possibilities for fund providers are generated. In this context, LPs interested in international transactions have a choice between investing in a “local” PE fund that focuses on international deals and investing in a foreign fund that focuses on its own “local” market. The choice of diversification strategy then depends on the relative comparative advantages of each type of fund in providing value-adding to their portfolio companies and thus higher returns to LPs.

A second avenue of research is related to actual returns accruing to fund providers. Studies pertaining to fund returns have not considered the differences between investments in national funds and those in foreign funds. For instance, at the portfolio company level, Hege *et al.* (2003) documented a strong performance gap between US and European VC investments. They also found no significant difference between US VCs investing in Europe and European VCs investing in Europe. However, if US VCs are not able to provide greater value-adding to European portfolio companies (compared to European VCs investing locally) do US institutional investors (LPs) have better access to best-performing European funds?

Private equity has grown worldwide as a viable asset class, and capital flows into PE funds strongly increased through the 1990s. While the burst of the IT bubble reduced the flow for a few years afterwards, recent developments (especially for buyout transactions) show strong renewed interest in PE investments worldwide. It therefore seems crucial to understand the behavior of fund providers and to be aware of which PE funds are more likely to attract newly available funds.

REFERENCES

- Barberis, N. and A. Shleifer (2003), "Style Investing," *Journal of Financial Economics* 68, pp. 161-199.
- Cochrane, J. (2005), "The Risk and Return of Venture Capital," *Journal of Financial Economics* 75 (1), pp. 3-52.
- Cumming, D., G. Fleming, and A. Schwienbacher (2005), "Style Drift in Private Equity," Working Paper, Lally School of Management and Technology, Australian National University and University of Amsterdam.
- Cumming, D., G. Fleming, and A. Schwienbacher (2006), "Legality and Venture Capital Exits," *Journal of Corporate Finance* 12, pp. 214-245.
- Cumming, D., G. Fleming, and A. Schwienbacher (2007), "The Structure of Venture Capital Funds," Chapter 7 in: Landström, H. (ed.), *Handbook of Research on Venture Capital*: Edward Elgar (forthcoming).
- Froot, K., P. O'Connell, and M. Seasholes (2001), "The portfolio flows of international investors," *Journal of Financial Economics* 59, pp. 151-193.
- Froot, K., and M. Teo (2004), "Equity Style Returns and Institutional Investor Flows," NBER Working Paper 10355.
- Gompers, P.A. and J Lerner (1996). "The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Capital Partnership Agreements," *Journal of Law & Economics* 39, pp. 463-498.
- Gompers, P.A., and J. Lerner (1999), "What Drives Venture Fundraising?" NBER Working Paper 6906.
- Hege, U., F. Palomino and A. Schwienbacher (2003), "Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States," Working Paper, HEC Paris and University of Amsterdam.
- Jeng, L.A., and P.C. Wells (2000), "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across countries," *Journal of Corporate Finance* 6, pp. 241-289.
- Kaplan, S. and P. Strömberg (2003), "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts," *Review of Economic Studies* 70, pp. 281-315.
- Kaplan, S., F. Martel and P. Stromberg (2006), "How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?" *Journal of Financial Intermediation* (forthcoming).
- Kaplan, S., and A. Schoar (2005), "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows," *Journal of Finance* 60, pp. 1791-1823.
- Lerner, J. and A. Schoar (2004), "The Illiquidity Puzzle: Evidence from Private Equity Partnerships," *Journal of Financial Economics* 72 (2), pp. 3-40.
- Lerner, J., and A. Schoar (2005), "Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity," *Quarterly Journal of Economics* 120 (1), pp. 223-246.
- Lerner, J., A. Schoar, and W. Wong (2007), "Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle," *Journal of Finance* 62 (2), pp. 731-764.

- Litvak, K. (2004), "Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements," University of Texas Law School, *Working Paper*.
- Meggison, W.L. (2004), "Towards a Global Model of Venture Capital?" *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (1), pp. 8-26.
- Phalippou, L., and O. Gottschalg (2006), "The Performance of Private Equity Funds", University of Amsterdam and INSEAD, *Working Paper*.

PERFORMANCE NA EEN BUY-OUT: EEN EMPIRISCHE STUDIE IN BELGIË

Lotte Goossens, Sophie Manigart en Miguel Meuleman¹

SAMENVATTING

Dit artikel heeft als doel na te gaan hoe ondernemingen zich na een buy-out verder ontwikkelen. We baseren ons hiervoor op 288 Belgische buy-outs en analyseren de groei, de ontwikkeling van het werknemersbestand en de operationele rentabiliteit. We maken hierbij een onderscheid tussen ondernemingen waarbij de buy-out gefinancierd werd zonder of met private equity (PE), en in het laatste geval naargelang de PE-investeerder de transactie geïnitieerd heeft of niet. Uit de resultaten blijkt dat de verkopen, totale activa en werknemers sterk groeien na de buy-out, maar niet de operationele rentabiliteit. In tegenstelling tot de verwachtingen groeien de niet-PE gesteunde ondernemingen niet alleen meer dan de PE-gesteunde ondernemingen maar kennen ze eveneens de hoogste efficiëntiestijging.

1. INLEIDING

Continentaal-Europese private equity (PE)² investeerders zijn steeds vaker actief in het segment van buy-out financiering. Dit hoeft geen verwondering te wekken, aangezien investeringen in dit segment in het verleden de hoogste rendementen behaald hebben, terwijl ze minder risicovol zijn dan investeringen in startende ondernemingen (EVCA, 2006). Tot het midden van de jaren '90 waren buy-outs zeldzaam in Centraal Europa, in tegenstelling tot de situatie in het Verenigd Koninkrijk waar buy-outs reeds lang sterk ingeburgerd zijn en bijdragen tot economische vernieuwing.

Tabel 1 geeft een overzicht van de ontwikkeling van PE buy-out financiering in Europa, België en Nederland. De laatste drie jaar is er een sterke stijging merkbaar in zowel het geïnvesteerde bedrag als het aantal investeringen in Europa. Het buy-out segment is in 2005 goed voor 68,2% van de totale PE-markt. In België daarentegen is het in buy-out geïnvesteerde bedrag in 2004 en 2005 gedaald tot iets meer dan €70 miljoen, ten opzichte van meer dan €100 miljoen in 2001 en 2002 en zelfs €180 miljoen in 2003.³ Het aantal investeringen is echter wel steeds jaarlijks toegenomen. In 1999 waren

1 Lotte Goossens is als onderzoeks- en onderwijsassistente verbonden aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit Gent, vakgroep Accountancy en Bedrijfsfinanciering. Prof. Dr Ir. Sophie Manigart is hoogleraar aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit Gent, vakgroep Accountancy en Bedrijfsfinanciering en aan de Vlerick Leuven Gent Management School; Dr. Miguel Meuleman is post-doctorale onderzoeker aan de Vlerick Leuven Gent Management School en Nottingham University.

2 The European Private Equity & Venture Capital Association definieert private equity als 'aandelenkapitaal dat wordt toegekend aan niet-beursgenoteerde ondernemingen. Het kan worden gebruikt voor de ontwikkeling van nieuwe producten en technologieën, het uitbreiden van werkkapitaal, het realiseren van overnames of het versterken van de betalingsbalans van de onderneming. Het kan bovendien ook gebruikt worden om het agency-probleem op te lossen' (Deville, 2002, pag. 6)

3 Het recordbedrag in 2003 is voor een groot deel te wijten aan één transactie, namelijk de public-to-private transactie van Ontex door Candover, met een transactiewaarde van € 820 miljoen.

er slechts 16 investeringen, terwijl er in 2005 al bijna 70 waren. Dit houdt in dat het de laatste jaren om kleinere deals gaat. Het buy-out segment is echter wel goed voor bijna 40% van de totale PE-investeringen in 2005. In tegenstelling tot België kent Nederland een sterke stijging in geïnvesteerde bedragen in 2004 en 2005. Ten opzichte van 1999 is het totale geïnvesteerde bedrag zelfs bijna verdrievoudigd tot meer dan €150 miljoen in 2005. Het aantal investeringen is net zoals in België gestegen, van 126 in 1999 tot 190 in 2006. Het gaat hier dus om vrij grote investeringen. Het buy-out segment is in 2005 goed voor 65,7% van de totale PE markt; de Nederlandse situatie is bijgevolg vergelijkbaar met de Europese situatie.

Tabel 1. Ontwikkeling van private equity buy-out financiering in Europa, België en Nederland

€ 1000	<i>Europa</i>		<i>België</i>		<i>Nederland</i>	
	Geïnvesteerd bedrag in buy-out	% van het totaal geïnvesteerde PE bedrag	Geïnvesteerd bedrag in buy-out	% van het totaal geïnvesteerde PE bedrag	Geïnvesteerd bedrag in buy-out	% van het totaal geïnvesteerde PE bedrag
2005	32.053.758	68,2	74.383	38,6	1.534.393	65,7
2004	25.743.206	69,7	71.245	23,9	1.241.742	74,8
2003	18.438.184	63,4	181.792	59,7	611.626	56,0
2002	16.916.957	61,2	128.827	35,8	780.155	45,3
2001	10.944.574	45,0	102.762	25,1	846.335	44,8
2000	14.405.952	41,2	33.584	5,9	356.341	18,6
1999	13.257.380	52,8	49.769	7,4	551.374	29,8

Bron: EVCA Yearbooks, diverse jaargangen

Er is een discrepantie tussen de perceptie van buy-outs in de academische wereld ten opzichte van de perceptie ervan in de populaire pers. In de populaire pers worden PE-investeerders in buy-outs vaak afgeschilderd als de exponenten van het kapitalisme, die enkel uit zijn op vlug geldgewin. Dit doen ze ofwel door turn-arounds te realiseren, via afslankingen en reorganisaties, of door agressieve schuldfinanciering die het risico van de onderneming vergroot, of door een combinatie van beide. Buy-out investeerders worden dan ook vaak geportretteerd als haaien die hun rendement op korte termijn maximaliseren, ten nadele van de lange termijn gezondheid van ondernemingen.

In de academische literatuur bestaat echter een andere perceptie van buy-outs. Zowel Amerikaanse als Europese studies tonen consistent aan dat de performance na een buy-out significant verbetert en waarde creëert voor alle aandeelhouders. Dit gebeurt niet enkel door agressieve schuldfinanciering, verbetering van de marges en efficiënter gebruik van de ingezette middelen, maar ook door de vermindering van de agency kosten, aangezien het topmanagementteam na een buy-out medeaandeelhouder en dus medeondernemer wordt. De nieuwe ondernemerscultuur zorgt ook vaak voor een vernieuwd elan van de onderneming, resulterend in een hogere groei. Deze visie geeft een

meer ondernemend perspectief aan buy-outs, tonend dat buy-outs op deze wijze kunnen bijdragen tot economische vernieuwing en groei.

Het doel van deze studie is na te gaan wat de ontwikkeling is van ondernemingen die recent een buy-out ondergaan hebben. Meer specifiek gaan we na of de waardecreatie het gevolg is van efficiëntieverhoging enerzijds, of van vernieuwd ondernemerschap dat leidt tot groei anderzijds. De eerste situatie leidt tot een defensieve buy-out, terwijl de laatste situatie kan omschreven worden als een offensieve buy-out. We benadrukken hierin de rol van de PE-investeerders door de post-transactie ontwikkeling van buy-outs mét PE te vergelijken met deze buy-outs waar geen PE-investeerder in betrokken was. Verder maken we een onderscheid tussen buy-outs waarbij het management het initiatief genomen heeft (de traditionele MBO) en deze waar de PE-investeerders het initiatief genomen hebben (investor-led buy-outs of IBO).

In de volgende paragraaf wordt het theoretische kader geschetst en worden hypothesen opgebouwd. In paragraaf 3 wordt de steekproef, die gehanteerd zal worden in de empirische testen, beschreven. De soorten buy-outs (3.1) en de kenmerken van de ondernemingen (3.2) worden uitvoerig besproken. Paragraaf 4 bestudeert de ontwikkeling van de onderneming na de buy-out. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de verdere ontwikkeling van de groei (4.1), het personeelsbestand (4.2) en de operationele rentabiliteit (4.3). We besluiten in paragraaf 5.

2. THEORETISCH KADER

Bij een onderneming die een buy-out ondergaat verandert het aandeelhouderschap ingrijpend. De eerste studies over buy-outs in de jaren '80 werden uitgevoerd in de Verenigde Staten. Alhoewel sommige studies geen impact van de buy-out vonden (bijvoorbeeld Ravenscraft en Scherer, 1987; Mueller, 1995; Andrade en Kaplan, 1988), werd in de meeste studies toch geconcludeerd dat er een groei vastgesteld kan worden in cash flow, winst en productiviteit (Kaplan, 1989; Lichtenberg en Siegel, 1989; Smith, 1990). In geen enkele studie werd geconcludeerd dat de buy-out een negatieve invloed had op de groei van de onderneming (Munari et al., 2006).

Om te verklaren waarom een onderneming meer groeit na een buy-out, dient de reden van de buy-out nagegaan te worden. Een grote onderneming kan besluiten om een afdeling te verzelfstandigen, indien deze niet meer past in de strategie van de moeder of indien de moeder in financiële moeilijkheden verkeert en door de verkoop een deel van haar activa wenst te verzilveren. In beide gevallen is het waarschijnlijk dat de moederonderneming ondergeïnvesteed heeft. Na de buy-out vallen de centrale restricties weg en kan het management opnieuw volop haar visie en strategie ontplooien. Een andere reden om tot een buy-out over te gaan komt voor bij familiebedrijven, waarbij er geen nakomelingen zijn die de onderneming willen voortzetten. Vaak zijn het oudere ondernemers die op die manier hun onderneming verkopen aan het management. Oudere ondernemers zijn meer behoudzuchtig, minder innovatief en minder groeig gericht (Wright et al., 2006). Wanneer het managementteam door de buy-out ook eigenaar

wordt, zijn er opnieuw geen belemmeringen meer om de vernieuwde strategie van het management volop te implementeren.

Hypothese 1: Na een buy-out groeit de onderneming sterker dan voor de buy-out.

Eén van de belangrijkste gevolgen van de verandering van het aandeelhouderschap is het feit dat het agency risico vermindert (Muscarella en Vetsuypens, 1990). Immers, na de buy-out wordt het management volledig of gedeeltelijk eigenaar van de onderneming. Zolang het management geen eigenaar is van de onderneming lopen de doelstellingen van aandeelhouders en managers niet volledig parallel. Voor de aandeelhouders staat waardeverhoging van de onderneming centraal, terwijl het management haar eigen situatie wil optimaliseren. In de veronderstelling dat de aandeelhouders het management niet volledig kunnen controleren, kan het management de middelen van de onderneming deels aanwenden om haar eigen situatie te optimaliseren, eerder dan waardemaximalisatie na te streven (Jensen, 1986). Dit kan ze bijvoorbeeld doen door excessieve lonen uit te betalen of kosten te maken die voordelig zijn voor het management, maar niet noodzakelijk voor de onderneming. Wanneer het management ook de aandeelhouder wordt van de onderneming vallen deze agency risico's weg en zal derhalve de kostenstructuur, en dus de rentabiliteit, van de onderneming verbeteren (Jensen, 1989).

Een tweede reden waarom men kan verwachten dat de rentabiliteit verbetert, is het feit dat de buy-out meestal gefinancierd wordt met een groot pakket aan schulden. Dit maakt dat er meer cash flow moet worden gegenereerd om de schulden te kunnen aflossen. Meer schulden disciplineert het management dus om meer cash flow te genereren (Jensen, 1986). Studies in de Verenigde Staten (bijvoorbeeld Kaplan 1989; Smith, 1990) en in het Verenigd Koninkrijk (Wright et al., 1997) ondersteunen voorgaande analyse. Er is echter weinig empirisch inzicht over de ontwikkeling na buy-outs in Continentaal Europa (Munari et al., 2006).

Hypothese 2: Na een buy-out verbetert de rentabiliteit van de onderneming.

In deze bijdrage zullen we meer in het bijzonder bestuderen of er een verschil is tussen ondernemingen die een buy-out uitvoeren met en zonder PE-investeerder. We kennen geen studies die dit bestudeerd hebben. We verwachten echter dat er een verschil zal zijn tussen de groei en de rentabiliteitsverbetering van beide groepen ondernemingen. PE-investeerders zijn immers actieve en gespecialiseerde aandeelhouders die het management bijstaan, ondersteuning geven op financieel en strategisch vlak, netwerken ter beschikking stellen (Sapienza et al., 1996), hulp verlenen bij het rekruteren van topmanagers, enz. Ze zullen ook waarde willen creëren door groei en innovatie (Wright et al., 2006; Zahra, 1995) en het management daarbij actief bijstaan.

Hypothese 3: Een onderneming waarbij de buy-out gefinancierd is met PE zal sneller groeien dan een onderneming zonder PE.

We verwachten ook een verschil in rentabiliteitsverbetering naargelang er een PE-investeerder participeert of niet. Chemmanur en Loutschina (2006) hebben bijvoorbeeld aangetoond dat PE een positieve impact heeft op de performantie na een beursintroductie in Amerika. Immers, PE-investeerders zijn gespecialiseerd in het strikt volgen van ondernemingen. Ze zullen de onderneming van nabij volgen en rapporteringssystemen installeren (Beuselinck en Manigart, 2007). Dit moet ervoor zorgen dat er minder onnodige kosten gemaakt worden en dat investeringen beperkt worden tot het strikt noodzakelijke. Dankzij de strikte volging door de PE-investeerder zou de onderneming derhalve een betere performance tonen dan indien er geen PE-investeerder betrokken is in de buy-out (Jensen, 1986; 1989).

Naast de actieve volging, is er een tweede reden waarom we verwachten dat buy-outs waarin een PE-investeerder participeert een betere rentabiliteit zullen vertonen dan buy-outs zonder PE-investeerders (Bruining en Bonnet, 2003). De verandering van aandeelhoudersstructuur heeft tot gevolg dat impliciete contracten die de oude aandeelhouders hadden met het personeel, meer specifiek met betrekking tot tewerkstelling en beloning, verbroken worden (Shleifer en Summers, 1988), waardoor reorganisaties gemakkelijker worden. Dit zal zeker het geval zijn indien de PE-investeerders de buy-out initiëren. In dit geval wordt immers vaak het topmanagement vervangen, wat maakt dat er geen impliciete contracten met het personeel meer zijn. Indien geen PE-investeerders betrokken zijn bij de buy-out, echter, zijn de vroegere managers, die de impliciete contracten aangegaan zijn met de werknemers, de enige aandeelhouders. We verwachten dan ook dat in dit geval minder reorganisaties zullen optreden na de buy-out, leidend tot een minder sterkere stijging in de rentabiliteit. In de buy-outs waarbij het management het initiatief neemt, maar de buy-out uitvoert met behulp van een PE-investeerder, zal de situatie tussen beide extremen in liggen.

Hypothese 4: Na een buy-out waarin een PE-investeerder participeert verbetert de rentabiliteit meer dan na een buy-out zonder PE-investeerder.

3. BESCHRIJVING VAN DE STEEKPROEF

De steekproef is samengesteld uit 288 Belgische buy-out transacties over de periode van 1996 tot 2006. De buy-outs zijn geïdentificeerd via de databanken van Zephyr⁴ (Bureau van Dijk) en van het Centre for Management Buy-Out Research (University of Nottingham). Het CMBOR verzamelt informatie over buy-outs door het versturen van vragenlijsten naar de belangrijkste spelers in de private equity markt. De dataset werd verder aangevuld met transacties uit secundaire bronnen, zoals persberichten van private equity ondernemingen, krantenartikelen en ondernemingswebsites. Van elke onderneming die een buy-out ondergaan heeft, werd jaarrekeninginformatie verkregen via Belfirst. Belfirst verkrijgt jaarrekeninginformatie van alle Belgische ondernemingen

⁴ Deze databank bevat gegevens van fusies en overnames, beursintroducties en venture capital deals van nagenoeg alle pan-Europese transacties vanaf 1997.

via de Nationale Bank van België. De buy-out targets genereerden samen een omzet van ruim 6.967 miljoen euro en stelden bijna 30.000 mensen tewerk voor de buy-out.

3.1. Soorten buy-outs

Tabel 2 geeft een overzicht van het aantal buy-outs in de steekproef in de beschouwde periode. Consistent met tabel 1 is het duidelijk dat de Belgische buy-out markt sterk gegroeid is in de beschouwde periode. Waar we slechts 10 transacties geïdentificeerd hebben in 1996, is dit gestegen tot ongeveer 35 transacties per jaar vanaf 2004. 178 van de 288 buy-outs (62%) zijn traditionele management buy-outs, 93 of 32% zijn de PE-geïnitieerde buy-outs (waarbij de PE-investeerder het initiatief tot overname neemt), en slechts 9 transacties (3%) zijn management buy-ins, waarbij een management team, dat oorspronkelijk niet in de doelonderneming actief was, de onderneming overneemt. Voor de resterende ondernemingen is de soort buyout ongekend. Het aantal management buy-outs is vrij constant in de tijd, maar kent een hoogtepunt in 2004 met 28 MBOs. Het aantal PE-geïnitieerde buy-outs daarentegen stijgt sterk van geen enkele in 1996 tot 19 in 2006. Deze vaststelling loopt parallel met de ontwikkeling van PE-financiering (zie Tabel 1).

Tabel 2. Ontwikkeling van het aantal Belgische buy-outs in de steekproef (1996-2006)

Jaar van buy-out (N = 288)	TOTAAL	
	N	%
1996	10	3,5
1997	19	6,6
1998	28	9,7
1999	28	9,7
2000	21	7,3
2001	31	10,8
2002	22	7,6
2003	21	7,3
2004	43	14,9
2005	33	11,5
2006	32	11,1
TOTAAL	288	100

Tabel 3 geeft de oorsprong van de buy-out weer. Consistent met vaststellingen in andere Europese landen, vinden een groot aantal buy-outs (73, of 25%) hun oorsprong in de uitkoop van een familiebedrijf. In dit scenario is een buy-out een wijze om de continuïteit en onafhankelijkheid van de onderneming veilig te stellen indien er geen interesse meer bestaat van de familie zelf. Een andere belangrijke oorsprong van buy-outs is de desinvestering van een lokale onderneming (76 transacties of 26%), waarbij een Belgische onderneming een deel van haar activiteiten verzelfstandigt. Nog eens 71 transacties vonden hun oorsprong in de desinvestering van een afdeling binnen niet-Belgische ondernemingen. Secondary buy-outs, waarbij het belang van de private equity investeerder verkocht wordt

aan een andere financiële investeerder (vaak opnieuw een private equity investeerder), zijn minder belangrijk (11 transacties, of 4%), alhoewel verwacht wordt dat deze vorm van buy-out aan belang zal toenemen in de nabije toekomst. Public-to-private transacties, gecatalogeerd onder “andere”, komen in België zelden voor. De enige noemenswaardige transactie was die van Ontex in 2003, met een transactiewaarde van ruim €820 miljoen de grootste buy-out transactie in Europa in dat jaar.

Tabel 3. Oorsprong van de buy-outs

Bron van buy-out (N = 288)	TOTAAL	
	N	%
Desinvestering van lokale onderneming	76	26,4
Familie & private ondernemingen	73	25,3
Andere Europese desinvesteringen	45	15,6
Verenigd Koninkrijk desinvestering	24	8,3
Noord Amerikaanse desinvestering	11	3,8
Andere overzeese desinvestering	2	0,7
Secondary Buy-out	11	3,8
Andere	7	2,3
Onbekend	39	13,5

Slechts 159 transacties (of 55%) werden deels gefinancierd door 87 verschillende PE-investeerders. De overige 129 transacties (of 45%) zijn tot stand gekomen zonder enige vorm van PE-financiering. Dit laatste percentage ligt hoger dan algemeen aanvaard; het hoeft geen verwondering te wekken dat dit de kleinere transacties zijn. De Belgische private equity markt wordt gekenmerkt door een groot aantal kleine private equity ondernemingen en een beperkt aantal grotere investeerders (EVCA, 2000). De GIMV is met 20 transacties de meest actieve investeerder in België, gevolgd door Fortis Private Equity (13 transacties), de Limburgse Reconversiemaatschappij (8 transacties) en KBC Private Equity (7 transacties). Sinds 2000 zijn meer en meer internationale private equity spelers actief geworden op de Belgische private equity markt: 30% van alle buy-outs in de dataset is gefinancierd door internationale PE-investeerders. Deze transacties zijn vaak de grotere transacties. De meest voorkomende internationale buy-out investeerders zijn Gilde (NL), 3i Group (UK) en CVC Capital Partners (UK).

3.2. Kenmerken van de ondernemingen

In wat volgt geven we een beeld van de ondernemingen die een buy-out ondergingen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van financiële gegevens één jaar voor het jaar van de transactie. In 23 gevallen bestond er echter geen onafhankelijke onderneming voor de buy-out, waardoor er geen pre buy-out informatie beschikbaar is. Voor deze 23 gevallen werd er indien mogelijk gebruik gemaakt van gegevens in het jaar van de buy-out. Het opnemen van deze gegevens is echter niet zonder gevaar, het kan de resultaten immers vertekenen. Bij de bespreking zal hier dan ook ten gepaste tijde mee rekening gehouden worden.

Tabel 4 geeft de verdeling naar leeftijd en sector van de ondernemingen in de steekproef. De ondernemingen zijn gemiddeld 24 jaar oud op het ogenblik van de buy-out; meer dan de helft van de ondernemingen is tussen 11 en 40 jaar. De helft van de buy-out targets is actief in de industriële goederen- en de dienstensector, met respectievelijk 79 en 73 ondernemingen. De categorie “andere diensten” omvat onder andere diensten met betrekking tot onroerend goed, zakelijke diensten zoals bijvoorbeeld verhuur van machines en werktuigen en persoonlijke diensten zoals bijvoorbeeld recreatie, cultuur en sport. Het is duidelijk dat de meeste buy-outs plaatsvinden in sectoren met hoge maturiteit.

Tabel 4. Leeftijd voor de buy-out en sectorverdeling

Leeftijd (N = 288)	TOTAAL	
	N	%
0 - 5 jaar	53	18,4
6 - 10 jaar	41	14,2
11 - 20 jaar	81	28,1
21 - 40 jaar	54	18,8
41 - 60 jaar	16	5,6
61 - 100 jaar	22	7,6
> 100 jaar	2	0,7
N/A	3	1,0
Minimum*	1	
Maximum*	118	
Gemiddelde*	24	
Mediaan*	16	

Sector (N =288)	TOTAAL	
	N	%
Industriële goederen	79	27,4
Andere diensten	73	25,3
Handel	51	17,7
Consumptiegoederen	36	12,5
Financiële diensten	14	4,9
Bouw	19	6,6
Vervoer en diensten	4	1,4
Andere	12	4,1

* Exclusief ondernemingen opgericht ten gevolge van buy-out (N = 265)

Tabel 5 geeft de grootte van de buy-out targets weer in het jaar voor de buy-out transactie. De gemiddelde omzet varieert tussen €54.000 en €531 miljoen, met een gemiddelde van €32 miljoen. Dit toont aan dat er een zeer grote verscheidenheid is in buy-outs. De gemiddelde cash flow bedraagt €1,4 miljoen, met opnieuw een zeer grote variatie tussen €53 miljoen en €50 miljoen. De minimum tewerkstelling is één personeelslid, de maximale 3003 personeelsleden, met een gemiddelde van 138 personeelsleden. De gemiddelde totale activa bedragen meer dan €33 miljoen.

Tabel 5. Grootte van de ondernemingen in het jaar vóór de buy-out *

1. Omzet (* Euro 1.000)	
Minimum	54
Maximum	531.180
Gemiddelde	32.360
Mediaan	14.107
2. Cash Flow (* Euro 1.000)	
Minimum	-53.387
Maximum	50.479
Gemiddelde	1.436
Mediaan	555
3. Tewerkstelling	
Minimum	1
Maximum	3.003
Gemiddelde	138
Mediaan	49
4. Totale activa (* Euro 1.000)	
Minimum	38
Maximum	969.923
Gemiddelde	33.127
Mediaan	7.971

* Exclusief ondernemingen opgericht ten gevolge van buy-out (N = 265)

4. ONTWIKKELING VAN DE ONDERNEMING NA DE BUY-OUT

Van alle beschouwde ondernemingen die een buy-out hebben doorgemaakt is er nog 238 of 83% actief als onafhankelijke onderneming. Drie van deze ondernemingen hebben na de buy-out een beursintrodactie gedaan: Metris in 2000 (zes jaar na de buy-out), Newton 21 in 2003 (twee jaar na de buy-out) en Fountain in 1999 (één jaar na de secondary buy-out). Het aantal beursintroductions is zeer hoog ten opzichte van de totale populatie van Belgische ondernemingen. Alhoewel de steekproef te klein is om hierover statistisch valide uitspraken te doen, lijkt het erop dat de waarschijnlijkheid om een beursintrodactie te doen hoger is voor ondernemingen die een buy-out achter de rug hebben. Tweeëntwintig ondernemingen (8%) zijn gemiddeld vier jaar na de buy-out overgenomen en nog eens 7 (3%) zijn gefuseerd. De overige zijn failliet gegaan (19 ondernemingen, 7%) of gewoon stopgezet (2 ondernemingen, 1%). Op dat ogenblik waren deze ondernemingen gemiddelde 23 jaar oud. Er is geen groot verschil tussen de waarschijnlijkheid van fusies, overnames, faillissementen en stopzettingen in buy-outs ten opzichte van andere Belgische ondernemingen.

De ontwikkeling van de onderneming na een buy-out wordt bestudeerd aan de hand van drie criteria: groei van de onderneming - gemeten aan de hand van de verkopen en van de totale activa -, ontwikkeling van het personeelsbestand en performance, gemeten aan de hand van rentabiliteitsmaatstaven. We meten de ontwikkeling telkens tot drie jaar na de buy-out. Aangezien niet alle ondernemingen in de steekproef reeds meer dan drie jaar

geleden een buy-out ondergaan hebben, daalt het aantal observaties wanneer de observatieperiode langer wordt. Daardoor dienen de resultaten met de nodige omzichtigheid geïnterpreteerd te worden.

4.1. Groei

Tabel 6 geeft de groei van de verkopen en van de totale activa van alle buy-outs weer. Het startpunt van de analyse is het jaar voor de buy-out. Het jaar waarin de buy-out plaatsvond is niet opgenomen, aangezien dit de resultaten zou kunnen vertekenen.

Tabel 6. Groei na de buy-out (alle buy-outs)

Groei- maatstaf	Van jaar i tot jaar j			P-waarde *
		N	% verandering	
Verkopen	-1 tot +1	136	6,77	0,01
	-1 tot +2	110	9,64	0,00
	-1 tot +3	92	21,29	0,00
Totale activa	-1 tot +1	162	7,89	0,01
	-1 tot +2	132	9,63	0,01
	-1 tot +3	109	16,14	0,00

* Significatieniveau van verschillen tussen de voorgaande jaren (o.b.v. absolute getallen) op basis van de niet-parametrische Wilcoxon signed-rank test

Het is duidelijk uit tabel 6 dat de ondernemingen significant toenemen in omvang na een buy-out, zowel op het gebied van verkopen als van totale activa. Op drie jaar tijd nemen de mediaan verkopen met meer dan 20% toe, terwijl de totale activa stijgen met 16%. De laatste kolom van tabel 6 toont aan dat zowel de verkopen als de totale activa in elk van de daaropvolgende jaren statistisch significant hoger zijn dan in het jaar voor de buy-out.

Tabel 7 analyseert verder hoe de groei verschilt tussen de verschillende groepen buy-outs. De groei is statistisch significant verschillend indien de p-waarde in de laatste kolom van tabel 7 kleiner is dan 0.05. Alhoewel de verkopen van PE-geïnitieerde buy-outs het sterkst stijgen (26.68% na drie jaar) en deze van PE-gesteunde buy-outs het minst sterk stijgen (6.84% na drie jaar), zijn de verschillen niet voldoende groot om statistisch significant te zijn. Opvallend is het feit dat de totale activa het sterkst stijgen bij de groep PE-gesteunde buy-outs, terwijl de groei in verkopen het zwakst is in diezelfde groep. De totale activa stijgen met 42% drie jaar na de buy-out in deze groep ondernemingen, terwijl de totale activa slechts met 12% stijgen drie jaar na de buy-out in de groepen van niet-PE gesteunde buy-outs en van PE-geïnitieerde buy-outs. Verder is het opvallend dat, alhoewel de verkopen sterk toenemen in de groep van PE-geïnitieerde buy-outs, de totale activa nauwelijks toenemen tot twee jaar na de buy-out bij deze ondernemingen.

Alhoewel statistisch niet significant, lijkt het erop dat PE-geïnitieerde buy-outs sterker sturen op het beheersen van de totale activa dan niet-PE en PE-gesteunde buy-outs.

Tabel 7. Groei na de buy-out (opsplitsing per groep)

Groei maatstaf	Van jaar i tot jaar j	Niet PE gesteunde buy-outs		PE gesteunde buy-outs		PE-geïnitieerde buy-outs		P-waarde
		N	% verandering	N	% verandering	N	% verandering	
Verkopen	-1 tot +1	65	7,12	40	4,53	31	7,78	0,80
	-1 tot +2	55	6,62	32	9,64	23	18,70	0,50
	-1 tot +3	47	21,50	27	6,84	18	26,68	0,64
Totale activa			%		%		%	
		N	verandering	N	verandering	N	verandering	
	-1 tot +1	82	6,67	44	19,20	36	0,41	0,14
	-1 tot +2	67	10,96	37	22,53	28	0,38	0,15
	-1 tot +3	56	12,32	31	42,16	22	11,98	0,32

* P-waarde van Kruskal-Wallis test voor verschillen tussen de groepen

4.2. Ontwikkeling van het personeelsbestand

Wordt de groei gerealiseerd met meer of minder werknemers? Tabel 8 geeft weer hoeveel werknemers betrokken waren bij de 288 buy-outs en hoe het werknemersbestand zich heeft ontwikkeld na de buy-out. De gemiddelde onderneming stelde 128 werknemers tewerk voor de buy-out; in totaal waren derhalve bijna 30.000 werknemers betrokken bij Belgische buy-outs. De buy-outs die tot stand gekomen zijn zonder tussenkomst van private equity investeerders zijn het kleinst: gemiddeld stellen ze slechts 80 personen (mediaan: 35 personen) tewerk. De PE-gesteunde buy-outs zijn het grootst, met een gemiddeld personeelsbestand van 186 werknemers (mediaan: 61 werknemers) ten opzichte van 154 werknemers (mediaan: 45 werknemers) bij PE-geïnitieerde buy-outs. Het grote verschil tussen gemiddelde en mediaan wijst erop dat er een aantal zeer grote transacties in de dataset opgenomen zijn. De grootste onderneming stelt bijvoorbeeld meer dan 3000 personeelsleden tewerk voor de buy-out. In het vervolg van de analyses concentreren we ons dan ook op de mediaan, die een beter beeld geeft van de ontwikkeling van de gemiddelde onderneming.

Tabel 8 toont verder dat het personeelsbestand in de mediaan onderneming gestaag toeneemt van 42 personeelsleden voor de buy-out tot 54 personeelsleden drie jaar na de buy-out. De eerste populaire mythe is alvast ontkracht: het personeelsbestand krimpt niet na een buy-out. De groei in verkopen en totale activa wordt ondersteund door een gelijkaardige groei in personeelsleden. De groei is gelijkaardig in de drie groepen ondernemingen. De niet-parametrische Kruskal-Wallis test voor verschillen tussen de personeelsontwikkeling in de drie groepen ondernemingen toont aan dat de verschillen niet significant zijn.

Tabel 8. Ontwikkeling van het aantal werknemers

TOTAAL									
Werknemers	jaar i	Niet PE		PE gesteunde		Institutionele		Alle buy-outs	
		gesteunde buy-outs	buy-outs	gesteunde buy-outs	buy-outs	buy-outs	buy-outs	N	Totaal
Absoluut	-1	104	8.316	52	9.669	74	11.430	230	29.415
Gemiddeld	-1	104	80	52	186	74	154	230	128
Mediaan	-1	104	35	52	61	74	45	230	42
Mediaan	0	100	38	57	79	62	40	219	44
Mediaan	1	94	38	56	79	43	59	193	46
Mediaan	2	76	37	45	96	34	53	155	50
Mediaan	3	63	43	40	89	27	54	130	54

Wel opmerkelijk (alhoewel niet significant) is het feit dat het mediaan personeelsbestand bij PE-geïnitieerde buy-outs daalt van 45 werknemers naar 40 werknemers in het jaar van de buy-out, om daarna te stijgen tot 54 werknemers drie jaar na de buy-out. Alleen in deze groep is er dus sprake van een personeelsafname. Net zoals bij de ontwikkeling van de totale activa, is dit een aanwijzing dat PE-geïnitieerde buy-outs meer efficiëntie-gericht zijn dan andere buy-outs, waarbij op korte termijn zowel de totale activa als het personeelsbestand strikt onder controle gehouden worden, consistent met de bevindingen van Bruining en Bonnet (2003) in Nederland. Op middellange termijn beknot de initiële inkrimping de groei echter niet. Zowel niet-PE gesteunde als PE-gesteunde buy-outs vertonen daarentegen een nagenoeg continue stijging van het aantal personeelsleden, consistent met de stijging van verkopen en totale activa. Eenzelfde ontwikkeling merken we op bij het totaal aantal gewerkte uren en de totale personeelskosten (niet weergegeven in de tabel).

Om de ontwikkeling van het werknemersbestand grondiger te evalueren, gaan we na hoeveel werknemers jaarlijks gemiddeld uitgetreden zijn (zie tabel 9). Immers, het stijgend totaal personeelsbestand kan het gevolg zijn van een zeer groot aantal uittreeders, gecombineerd met een nog groter aantal aanwervingen. Onze gegevens laten helaas niet toe om een onderscheid te maken tussen vrijwillige en gedwongen uittrekking. Aangezien jaarlijks meer dan de helft van het personeel uittreedt in vier ondernemingen,⁵ worden deze outliers geweerd uit de analyses in tabel 9. In totaal zijn 5086 werknemers uitgetreden in het jaar voor de buy-out (19% van het totale werknemersbestand), ten opzichte van 5417 in het jaar van de buy-out of 20% van het personeelsbestand. Er is opnieuw geen statistisch significant verschil vast te stellen in het totaal aantal uitgetreden werknemers

5 Het betreft drie ondernemingen uit de restaurantsector (Pizza Belgium, Pizza Hut en Lunch Garden), en één uit de entertainment sector (D&D Productions). Deze sectoren kennen traditioneel een zeer groot personeelsverloop.

Tabel 9. Ontwikkeling van het aantal uitgetreden werknemers^a

TOTAAL	jaar i	Niet PE		PE gesteunde		Institutionele		Alle buy-outs	
		gesteunde buy-outs	buy-outs	gesteunde buy-outs	buy-outs	buy-outs	buy-outs	buy-outs	buy-outs
Uitgetreden									
		N	Totaal	N	Totaal	N	Totaal	N	Totaal
Absoluut	-1	103	2.042	50	1.671	73	1.373	226	5.086
T.o.v. werknemers			25%		19%		13%		19%
Absoluut	0	99	2.012	55	1.862	61	1.543	215	5.417
T.o.v. werknemers			24%		21%		16%		20%
Absoluut	1	93	1.472	55	1.512	42	1.052	190	4.036
T.o.v. werknemers			21%		16%		16%		17%
Absoluut	2	75	1.112	44	1.505	34	769	153	3.386
T.o.v. werknemers			18%		19%		26%		20%
Absoluut	3	62	1.153	39	1.149	27	401	128	2.703
T.o.v. werknemers			19%		18%		17%		18%

^a incl. pensioenen, brugpensioenen, afdankingen en andere redenen voor uittreden, exclusief outliers D&D Productions, Pizza Belgium, Pizza Hut en Lunch Garden

in de het jaar voor de buy-out en het jaar van de buy-out. Het uittredingspercentage blijft schommelen tussen 17% en 20% in de daaropvolgende jaren. Deze analyse bevestigt de eerste conclusie, namelijk dat er niet significant méér personeelsleden ontslagen worden na een buy-out. Er is ook geen statistisch significant verschil tussen de verschillende groepen ondernemingen, behalve voor het feit dat er méér personeelsleden het bedrijf verlaten net voor en tijdens de buy-out operatie in niet-PE gesteunde buy-outs dan in PE-geïnitieerde buy-outs. De groep van PE-gesteunde buy-outs bevindt zich tussen beide andere groepen in. In overeenstemming met de bevindingen Bruining en Bonnet (2003) wijst dit erop dat wanneer het management het initiatief neemt voor een buy-out, er een kleine saneringsoperatie lijkt plaats te vinden net voor de buy-out. Dit laat het management toe om met een gesaneerd personeelsbestand de nieuwe toestand voort te zetten. De eerdere vaststelling dat het personeelsbestand in PE-geïnitieerde buy-outs minder groeit dan in de ondernemingen uit de andere groepen in het jaar van de buy-out, wordt niet bevestigd door de analyse van de uitgetreden werknemers. PE-geïnitieerde buy-outs houden de groei van de werknemers dus níét onder controle door meer werknemers te ontslaan, maar wel door minder aan te werven.

4.3. Ontwikkeling van de operationele rentabiliteit

Voorgaande analyses leren dat ondernemingen die een buy-out ondergaan, significant groeien in verkopen, totale activa en werknemers. Hierna gaan we na of dit ook leidt tot verbeteringen in de ondernemingsperformance en dus waarde creëert. Tabel 10 geeft de ontwikkeling van de operationele rentabiliteit na een buy-out. De verandering

van het totaal operationeel resultaat wordt gegeven voor alle buy-outs en voor de drie verschillende groepen, evenals de ontwikkeling van de rentabiliteit van de totale activa (operationeel resultaat ten opzichte van de totale activa) en de ontwikkeling van de nettomarge (operationeel resultaat ten opzichte van verkopen). De Kruskal-Wallis test geeft weer of er verschillen zijn tussen de verschillende groepen buy-outs, terwijl de Wilcoxon test weergeeft of er een significant verschil is tussen de post- en de pre-buy-out situatie.

Tabel 10. Ontwikkeling van de operationele rentabiliteit

jaar	Niet PE gesteunde buy-outs		PE gesteunde buy-outs		Institutionele buy-outs		Alle buy-outs		P-waarde *
	N	mediaan	N	mediaan	N	mediaan	N	mediaan	
Bedrijfsresultaat (€1000)									
-1	103	159	52	1.005	73	837	229	357	
0	100	166	57	743	62	692	219	329	
1	94	234	56	413	43	1.374	193	358	0,02
2	76	432	45	350	34	876	155	444	0,02
3	63	397	40	429	27	319	130	401	0,01
Bedrijfsresultaat/ Totale verkopen (%)									
-1	92	1,88	48	6,04	63	7,10	203	4,04	
0	84	2,29	51	4,34	54	6,51	189	3,77	
1	77	2,34	50	3,81	38	6,12	165	3,79	0,59
2	63	4,29	39	2,89	30	4,78	132	3,80	0,24
3	55	4,16	35	4,14	23	3,97	113	3,98	0,58
Bedrijfsresultaat/ Totale activa (%)									
-1	103	3,06	52	5,34	73	6,16	228	4,70	
0	100	3,51	57	4,25	62	4,13	219	4,05	
1	94	4,18	56	3,79	43	4,64	193	4,27	0,38
2	76	6,18	45	2,59	34	7,81	155	5,30	0,20
3	63	5,71	40	4,42	27	3,91	130	4,75	0,38

* P-waarde van de niet-parametrische Wilcoxon signed rank test voor significante verschillen tussen de groepen ondernemingen

Daar waar de verkopen drie jaar na de buy-out 21% hoger zijn, dan voor de buy-out (tabel 6), toont het bedrijfsresultaat niet eenzelfde ontwikkeling (tabel 10). Integendeel, de mediaan van het bedrijfsresultaat daalt zelfs over die periode (statistisch significant).⁶ Het is opvallend dat de daling voornamelijk te wijten is aan de zeer negatieve ontwikkeling van het bedrijfsresultaat in de groep van PE-ondersteunde buy-outs. Het bedrijfsresultaat van de niet-PE gesteunde ondernemingen neemt dan weer significant toe: de mediaan stijgt van €93.000 tot €74.000, met een piek van €92.000 twee jaar na de buy-out. Het bedrijfsresultaat van de PE-geïnitieerde buy-outs is drie jaar na de buy-out lichtjes lager dan voor de buy-out, maar opvallend is hier de verdubbeling van het bedrijfsresultaat

⁶ Merk op dat het gemiddeld bedrijfsresultaat lichtjes stijgt over die periode, wat erop wijst dat vooral de grotere buy-outs licht groeien en de kleinere buy-outs licht achteruit gaan.

één jaar na de buy-out. Gezien het kleine aantal investor-led buy-outs (IBOs) dienen deze resultaten met de nodige omzichtigheid geïnterpreteerd te worden.

De ontwikkeling van het bedrijfsresultaat, gecombineerd met de ontwikkeling van de verkopen, geeft aan dat de gemiddelde nettomarge ook gedaald is van 4.41% tot 4.06%. Gezien het feit dat de gestegen verkopen geen aanleiding gegeven hebben tot een stijging van de bedrijfsresultaten, wekt deze conclusie geen verwondering. De daling is significant in het jaar van de buy-out en het jaar erna, maar niet meer significant in de latere jaren. We kunnen hieruit concluderen dat de gemiddelde buy-out geen hogere marges kan realiseren.

De analyse van de verschillen tussen de groepen buy-outs toont merkwaardige resultaten. De daling van de marge is volledig toe te schrijven aan de groepen van PE-gesteunde buy-outs en PE-geïnitieerde buy-outs. In deze ondernemingen dalen de marges van meer dan 6% voor de buy-out tot ongeveer 4% drie jaar na de buy-out. De niet-PE gesteunde buy-outs realiseren echter veel hogere marges na de buy-out dan ervoor: de marge stijgt er gestaag van 2,12% tot 4,16%. Niet-PE gesteunde buy-outs kennen dus niet alleen een significante groei in verkopen, maar deze groei geeft ook aanleiding tot hogere marges.

Wanneer de marge gecombineerd wordt met de efficiëntie van ingezette totale activa, resulteert de rentabiliteit van de totale activa als maatstaf van operationele efficiëntie. Tabel 9 toont aan dat de efficiëntie niet significant verandert na de buy-out. Elke euro geïnvesteerd in een onderneming uit de steekproef leverde een operationele rentabiliteit van 4,80% op, terwijl dit drie jaar na de buy-out 4,88% geworden is. De ontwikkeling van de rentabiliteit in de drie groepen is gelijkaardig aan deze van de marge, maar minder uitgesproken. De rentabiliteit stijgt van 3,89% voor de buy-out tot 5,71% drie jaar na de buy-out in de niet-PE gesteunde ondernemingen, terwijl ze met ongeveer één procentpunt daalt in beide andere groepen.

Om na te gaan of de totale activa efficiënter worden ingezet, hebben we enkele operationele maatstaven zoals het aantal dagen klanten- en leverancierskrediet, de omloopsnelheid van de voorraden en de bedrijfskapitaalbehoefte geanalyseerd.⁷ We hebben geen enkel significante verandering van deze maatstaven kunnen vaststellen na de buy-out. Ook is er geen significant verschil tussen de drie groepen ondernemingen.

5. CONCLUSIES

Het doel van deze bijdrage was om na te gaan hoe ondernemingen zich ontwikkelen na een buy-out. We hebben een onderscheid gemaakt tussen ondernemingen waarbij de transactie gefinancierd geworden is zonder of met private equity, en in het laatste geval naargelang een institutionele investeerder de buy-out geïnitieerd heeft of niet. Er worden dus drie typen buy-outs onderscheiden in deze studie, met name niet-PE gesteunde buyouts (40%), PE-gesteunde buyouts geïnitieerd door het management (22%) en

⁷ Wegens plaatsgebrek worden deze analyses niet weergegeven in de tekst. Ze kunnen bekomen worden op eenvoudig verzoek.

ondernemingen met PE-geïnitieerde buyouts (32%). De resterende 6% van de sample kon niet verder worden ingedeeld door onder andere het gebrek aan gegevens. Daartoe hebben we meer dan 200 Belgische ondernemingen geanalyseerd die een buy-out doorgevoerd hebben na 1996. De groei van verkopen, totale activa, werknemers en bedrijfsresultaat, samen met marge en operationele rentabiliteit werden dynamisch bestudeerd van het jaar voor de buy-out tot drie jaar na de buy-out.

Consistent met onderzoeken in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en de eerste hypothese, groeien de Belgische ondernemingen sterk na de buy-out, en dit op alle parameters behalve bedrijfsresultaat. De verkopen groeien het meest in niet-PE gesteunde ondernemingen en in PE-geïnitieerde buy-outs, terwijl de totale activa het meest groeien in PE-gesteunde ondernemingen. De relatie tussen het aantrekken van een PE-investeerder en de evolutie van de onderneming na de buy-out is tegengesteld aan de initiële verwachtingen: niet-PE gesteunde ondernemingen groeien meer dan PE-gesteunde ondernemingen en even sterk als PE-geïnitieerde buy-outs. Aangezien we geen andere studie kennen die PE-gesteunde buy-outs vergelijkt met niet-PE gesteunde buy-outs, weten we niet of deze bevinding toe te schrijven is aan het feit dat PE-investeerders in het algemeen hun rol van stimulator niet ten volle spelen, dan wel of dit een typisch Belgisch fenomeen is. Goergen et al. (2006) vonden ook geen impact van PE op de performantie na een beursintroductie in Frankrijk. Mogelijks is de impact van Continentaal-Europese PE investeerders kleiner dan van Amerikaanse PE investeerders. De derde hypothese dient dus verworpen te worden. Meer onderzoek is nodig om de precieze bronnen van waardecreatie na een buy-out te begrijpen, zeker in situaties waar geen PE-investeerder aanwezig is.

In tegenstelling tot de populaire verwachtingen, groeit het werknemersaantal sterk na een buy-out en dit in de drie bestudeerde groepen ondernemingen. Buy-outs zijn dus wel degelijk positief voor de vernieuwing van een onderneming en geven een nieuw impuls. Opmerkelijk is wel de vaststelling dat het aantal werknemers significant daalt in het jaar van de buy-out bij de PE-geïnitieerde buy-outs. Dit wijst erop dat het impliciet contract dat de onderneming heeft met haar werknemers verbroken wordt indien een institutionele investeerder intreedt (Shleifer en Summers, 1988). Dit is niet het geval indien het management het initiatief neemt tot de buy-out, met of zonder PE-investeerder. In dat geval blijft het impliciet contract bestaan en volgt er geen grote reorganisatie met personeelsafvloeiing tot gevolg.

De groei van de onderneming vertaalt zich gemiddeld echter niet in een gestegen operationele rentabiliteit, bijgevolg verwerpen we ook de tweede hypothese. Het verschil tussen de drie groepen is echter opmerkelijk. Het operationeel resultaat, de nettomarge en de operationele rentabiliteit op de totale activa stijgen zeer sterk voor de niet-PE gesteunde buy-outs, blijven ongeveer constant voor de PE-geïnitieerde buy-outs maar dalen significant voor PE-gesteunde buy-outs. Dit suggereert dat de efficiëntiestijging het grootst is voor niet-PE gesteunde buy-outs waardoor ook de vierde en laatste hypothese verworpen wordt. Opnieuw gaat dit in tegen onze verwachtingen. Verder tonen onze analyses aan dat PE-geïnitieerde buy-outs gemiddeld beter presteren dan PE-gesteunde buy-outs.

De opmerkelijke positieve prestaties van niet-PE gesteunde buy-outs werden niet voorspeld in de academische literatuur, die zich voornamelijk toespitst op buy-outs die gefinancierd worden door PE-investeerders. Onze resultaten zijn dan ook opmerkelijk; verder onderzoek naar niet-PE gesteunde buy-outs is dan ook wenselijk. We hebben aangetoond dat ze een niet te verwaarlozen bron van waardecreatie vormen en economisch dus belangrijk zijn. Een beter begrip van de stuwcrs van deze groei en waardecreatie is dus noodzakelijk. Verder is het opmerkelijk dat Belgische PE-gesteunde buy-outs hun groei niet kunnen omzetten in rentabiliteit. Ook dit resultaat roept vragen op naar het functioneren van PE-investeerders in Continentaal Europa.

REFERENTIES

- Andrade, G. en S.N. Kaplan (1988), How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed, *The Journal of Finance*, vol. 53, no. 3, pp.1443-1493.
- Beuselinck, C. en S. Manigart (2007), Financial reporting quality in private equity backed companies: The impact of ownership concentration, *Small Business Economics* (in druk).
- Bruining, J., en M.P.B. Bonnet (2003), Financiële leverage en bedrijfsbeleid. Ervaringen na een management buy-out, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 77, no. 10, oktober, pp. 461-469
- Chemmanur, T.J. en E. Loutskina (2006), The role of venture capital backing in initial public offerings: certification, screening, or market power? *Working paper* (SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=604882>)
- Deville, P. (2002), An overview of private equity and venture capital in Europe, The European Private Equity & Venture Capital Association.
- European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), diverse jaargangen, Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital activity, EVCA Yearbook.
- Goergen, M., A. Khurshed en L. Renneboog, Why are the French so different from the Germans?
- Underpricing in IPOs on the Euro New Markets, CentER, Tilburg University, *working paper* (SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=899071>)
- Jensen, M. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. (1989), The eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, vol. 5, pp. 61-74.
- Kaplan, S.N. (1989), The effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, vol. 24, no. 2, pp. 217-254.
- Lichtenberg, F. en D. Siegel (1989), The effect of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour, *Journal of Economics*, vol. 27, pp. 165-194.

- Mueller, D.C. (1995), Mergers and market share, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, no. 2, pp. 259-267.
- Munari, F., R.C. Cressy, en A. Malipiero (2006), The heterogeneity of private equity firms and its impact on post-buyout performance: evidence from the UK, Cass Business School Research Paper.
- Muscarella, C.J. en M.R. Vetsuypens (1990), Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs, *The Journal of Corporate Finance*, vol. 45, no. 5, pp. 1389-1413.
- Ravenscraft, D. en F. Scherer (1987), Life after takeovers, *Journal of Industrial Economics*, vol. 36, no. 2, pp. 147-156.
- Sapienza, H., S. Manigart, en W. Vermeir (1996), Venture Capitalist Governance and Value-Added in Four Countries, *Journal of Business Venturing*, vol. 11, no. 6, pp. 439-470.
- Shleifer, A. en S. Summers (1988), Breach of trust in hostile takeovers, in A. Auerback (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Smith, C.J. (1990), Corporate ownership structure and performance: the case of management buyouts, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no. 1, pp. 143-164.
- Wright, M., N. Wilson, en K. Robbie (1997), The longer term performance of management buy-outs, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, pp. 555-569.
- Wright, M., L. Renneboog, T. Simons, en L. Scholes (2006), Leveraged buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and prospect, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18, no. 3, pp. 38-55.
- Zahra, S.A. (1995), Corporate entrepreneurship and financial planning: the case of management leveraged buyouts, *Journal of Business Venturing*, vol. 10, pp. 225-247.

HOW SHOULD WE REGULATE PRIVATE EQUITY AND HEDGE FUNDS?

Joseph A. McCahery and Erik P.M. Vermeulen¹

ABSTRACT

This paper discusses the activities of hedge funds and private equity funds. We consider the rationale used by proponents for introducing new regulation for hedge funds and private equity. There is a division of opinion regarding whether this alternative asset sector should be subject to new regulation. The competing views are assessed critically. We conclude that more economic evidence is required before new legislation can be introduced. We also focus on the effects of the partial convergence of hedge funds and private equity funds. Clearly the differences in the contractual structure of hedge funds and private equity vehicles indicate that parties are capable of structuring their particular ownership and investment of their instruments vehicles without having to satisfy burdensome regulatory requisites. Moreover, even though both private equity and hedge funds are typically organized as limited partnerships, there remain a number of contractual provisions that differentiate the two main alternative investment fund strategies. In this regard, we examine the terms and conditions of fund formation and operation, management fees and expenses, profit sharing and distributions, and corporate governance of the respective fund structures. On balance, our analysis shows that the contractual basis for each fund type is usually adequate to address the agency problems that abound in this sector.

1. INTRODUCTION

This article helps to fill the gap in the hedge fund and private equity debate by focusing on the contractual basis of collective investment vehicles, the influence on funds' investment strategies and the rationale for why private equity and hedge funds have chosen to play the role of activist investors in companies in which they invest. Policymakers are urged to review the economic effect of private equity and hedge funds on investors' returns before imposing new regulation on the sector.

In recent years, hedge funds and private equity groups have come to represent a significant part of the current trading activity in the financial and mergers and acquisi-

¹ Prof. Joseph A. McCahery is Professor of Corporate Governance and Innovation at the University of Amsterdam and Professor of Financial Market Regulation at Tilburg University; Prof. Erik P.M. Vermeulen is Professor of Law and Management and Professor of Financial Market Regulation at Tilburg University and Senior Legal Counsel at Philips International B.V.

tion markets in both Europe and the United States. The sheer size and amount of funds for investment are considerable and growing. For example, hedge funds, having first emerged in the 1950s as single fund investments, now number more than 9,000 funds globally holding more than \$431 trillion in assets.² Typically, these funds are structured by a team of skilled professional advisers, experts in company analysis and portfolio management, offering investors a wide range of investment styles. Fund managers employ multiple strategies as well as traditional techniques and use an array of trading instruments such as debt, equity, options, futures and foreign currencies. In recent years, hedge fund advisers have engaged in high-risk investment strategies, including restructurings, credit derivatives, and currency trading, in order to obtain superior returns for their funds. Even though hedge funds take a variety of forms, they are characterized by a number of common features such as the pursuit of absolute returns and the use of leverage to enhance their return on investment.

In contrast, private equity fund advisers invest primarily in unregistered securities, holding long-term positions in private companies. They employ, also, a wide range of investment strategies with varying levels of liquidity. Not only do private equity funds advance capital to new and developing companies, but provide investment capital for management buyouts, corporate restructurings and leveraged buyouts. During the 1990s, the venture capital industry grew in the United States with a record amount of capital raised in 2000. With the post-boom decline in the venture capital industry, beginning in 2002, buyout funds emerged as the leading investment style with their level of investment funds increasing rapidly worldwide. In 2006, buyout funds peaked with 'mega funds' capturing the largest amount of net new capital flow. The emergence of the buyout fund as the dominant investment style in this sub-sector, is attributed mainly to favourable credit market conditions, robust debt supply and low interest rates, changes in investor preferences, a proliferation of publicly listed private equity vehicles, and the increased demand by institutional investors for alternative assets (Thomson, 2007).

While hedge funds and private equity are both seen as alternative investments, private equity funds can be distinguished from hedge funds in terms of their investment strategies, lock-up periods, and the liquidity of their portfolios. Moreover, given their indefinite life span, fund managers have incentives to take large illiquid positions in the non-listed securities of private companies, such as Kohlberg Kravis Roberts (KKR) and Silver Lake of the US and Dutch buyout house Alpinvest which purchased a controlling stake of Philips' semiconductor unit, NXP, for € 8.2bn in cash.³ Investments made by private equity funds take place during the first three to five years of the fund, which is followed by a holding period which averages between five to seven years in which few new investments are made. Unlike private equity, the shorter lock-in period of hedge funds and their more flexible structure explains the dominance of highly liquid, short-term investments, which allows investors easier access to the withdrawal of their investment. Despite these differences, it is becoming more apparent that private equity and hedge funds are converging in a number of ways. One noticeable incidence of convergence is the growth of hedge

2 Hedge Funds Begin to Show Up on Regulators' Radar, Washington Post, February 9, 2007.

3 'Philips Sells Bulk of Chip Division', Financial Times, August 3, 2006 (by Ian Bickerton).

funds and private equity managers pursuing similar assets and investment strategies to secure superior market returns. For example, when hedge fund advisers are dissatisfied with traditional strategies and unable to obtain their expected rates of return, they have quickly adopted those techniques usually employed by private equity funds, such as corporate restructuring and buyouts, to achieve better value on their investments. Partly due to the overcrowding of the hedge fund marketplace, hedge funds started to capitalize on opportunities presented in the lucrative private equity market thereby clashing with first generation private equity funds. An example of this convergence is the bidding war between one of the largest private equity firms, KKR, and Cerberus Capital Management for the acquisition of Toys 'R Us.⁴

The recent emergence of hedge funds competing with private equity firms to take listed companies private is further evidence of convergence in the alternative asset sector. For instance, Cerberus Capital Management successfully acquired MeadWestvaco's paper business in 2005 for \$2.3bn.⁵ There are a number of factors that account for this trend. First, the increased number of funds and new capital flowing into private-equity and hedge-funds makes it harder for advisers to produce premium returns. At the same time, debt continues to be relatively abundant worldwide and at relatively attractive rates. Furthermore, hedge funds and buyout funds are increasingly seeking the same cost savings and synergies that strategic buyers have always achieved to justify their higher multiples. Convergence is further facilitated by legal strategies that constrain investors.

At the same time, private equity funds and hedge funds play an increasingly important role in corporate governance and corporate control (McCahery and Vermeulen, forthcoming). Hedge fund activism is characterized by mergers and corporate restructurings, increased leverage, dividend recapitalizations, and the replacement of management and board members. To a lesser extent, activist investors suggest changes to corporate strategies, which can act as a powerful incentive for managers to act in the interest of shareholders. While fund managers have the potential to impose immense discipline on boards and managers of firms, activist funds are shrouded in nebulous mystery, obscurity and complexity. Moreover, private equity funds and, in particular, hedge funds are being accused of neglecting long-term goals and pursuing short-term payoff. The risk involved in investing huge amounts of capital has led to calls for corporate governance measures for these investment funds.

This paper is divided into four parts. In Part 2, we discuss the activities of hedge funds and private equity funds. Although hedge funds and private equity converge (not only because they operate and compete in the same equity market, but also because large buy-out funds have established or purchased hedge funds and vice versa), their function and activities differ in a number of important respects. These differences are relevant to understanding the contractual structure of hedge funds and private equity vehicles. To be sure, both private equity funds and hedge funds are typically organized as limited part-

4 'A Private Dose of Tough Love: KKR The Investment Method', Financial Times May 15, 2007 (Francesco Guerrera and James Politi).

5 'Cerberus to Buy MeadWestvaco Paper Arm', Financial Times, January 19, 2005 (by James Politi).

nerships.⁶ However, the contractual provisions set in place for each type of fund differ in a number of significant ways. In Part 3, we describe the terms and conditions of fund formation and operation, management fees and expenses, profit sharing and distributions, and corporate governance. The contractual features that distinguish private equity from hedge funds show that parties are capable of structuring their particular ownership and investment instruments according to their own preferences without being bound to regulatory requisites. The fact that hedge funds are currently entering the private equity space thereby quickly responding to new market conditions suggests that fund managers have ample incentives to adopt effective information duties, stringent distribution procedures and investor protections. Part 4 concludes.

2. DO WE NEED SPECIAL REGULATION FOR PRIVATE EQUITY FUNDS AND HEDGE FUNDS?

Policymakers and the media have drawn attention to the confusion that private equity funds and, particularly, hedge funds, are currently causing in the world of finance and corporate governance. As private equity and hedge funds are now entering the corporate governance scene with a fury, adding a new dimension to the struggle between shareholders and managers, questions arise increasingly about their proper role in relation to management and other shareholders and creditors. The recent wave of private equity based buyouts of publicly listed companies has also prompted questions about whether private equity can perhaps be detrimental to the market or to the targeted company. For example, the purchase of VNU, a global information and media company, by a consortium of private equity firms triggered concerns that the advantages of taking the firm private, including cost reduction and increased operational efficiency, may not offset the costs involved when the delisting of companies entails a significant reduction in liquidity of equity markets. Moreover, the sophisticated use of financial engineering techniques, in particular the funding of acquisitions with large amounts of debt, which are subsequently loaded on the acquired businesses, raises suspicion. Table 1 summarizes an overall assessment of the costs and benefits of private equity investment.

Hedge funds, like private equity funds, provide markets and investors with substantial benefits. Since these funds tend to be engaged in extensive market research before taking significant trading positions, they enhance liquidity and contribute to market efficiency. Yet, regulators are concerned about the lack of understanding and regulatory mechanisms to protect possible downsides of hedge funds' investments. Hedge funds are reluctant to disclose any information about their investors and investing strategies. The fact that they pursue aggressive short selling techniques in order to make profit on overvalued stock just adds to the negative reputation of these funds. When they sell short, they sell borrowed shares under the expectation that they will be able to buy the shares back in the market at a lower price. Obviously, this phenomenon gives hedge funds an

⁶ Since emergence of new company law forms, which combine the "best" provisions of both the partnership and corporate law statutes, equity funds also employ the Limited Liability Company in the United States and the Limited Liability Partnership in the United Kingdom. See McCahery, J.A. and Vermeulen, E.P.M. (2006).

incentive to actively drive down the stock price by voting the borrowed shares in value-reducing ways. This so-called “empty voting” strategy of decoupling voting rights from economic ownership has recently added a new dimension in the corporate governance discussions (Hu and Black, 2006a). Naturally, given the inherent difficulties with detection, there is some confusion about the extent of the actual use and the effect of empty voting strategies on firms.⁷ Nevertheless, we have already seen policymakers respond, in the UK (in the context of takeovers) and Hong Kong (generally), by adopting new disclosure measures to reduce the adverse effects of empty voting.

Table 1. Assessment of private equity

Benefits	Costs
<p>Private equity funds help large publicly held companies restructure their businesses, thereby forming a symbiotic relationship</p> <p>Private equity deals often allow multinationals to retain a minority stake in the spun-off divisions, thereby creating the opportunity to share in any improvements in performance</p> <p>Private equity offers publicly held firms an opportunity to circumvent the over-regulatory approach to listed companies</p>	<p>Delisting reduces liquidity in financial markets</p> <p>The high debt levels loaded on acquired firms as a result of leveraged buy-outs may have implications in an economic downturn</p> <p>Flipping companies—within a year of taking them private—can lead to post-IPO underperformance</p> <p>Private equity deals entail rather small takeover premiums for target shareholders</p>

Questions arise also increasingly about the hedge funds’ role in relation to management and other shareholders and creditors (Klein and Zur, 2007). Unlike earlier periods, the new activist investors are more directly engaged in investment fund management. These funds not only endeavour to deliver high returns by diligent research and insightful analysis, but also by actively reshaping a portfolio firm’s business policy and strategy (Bratton, 2007). Many argue that the investment style of these funds fits into the current corporate governance movement of shareholder activism. Proponents of this view urge regulators to adopt a ‘hands-off’ approach, pointing to the overall increase in share price and performance of firms associated with hedge funds. Others are of the opinion that it would be overly costly if activist shareholders were too much involved in the daily management of the firm, in particular, if they hold more votes than economic ownership. They point to the fact that funds’ activism is mainly directed toward short-term payoffs, and argue that the transfer of effective control to a team of specialists (i.e., the board of management) will add to efficiency and long-term wealth creation. Complaints by managers and

⁷ Compare Hu, H.T.C. and Black B. (2006), Spectre of empty voting is ‘far from reality’, Financial Times, April 2, 2007.

shareholder groups arguably encourage policymakers to consider increasing regulation and supervision over collective investment pools and their actions.

A new empirical literature, however, is emerging in the US that shows hedge funds being long-term investors in some industries, often, like their peers in private equity, waiting very long periods to cash-in on their investment (Brav et al., 2007; Bratton, 2007). What is more, private equity and hedge funds are evolving into more transparent investment vehicles. Firstly, institutional investors, demanding better risk management, encouraged equity funds to adopt better valuation techniques and controls. Secondly, buy-out groups attempt to improve their reputation and image by joining respectable industry bodies, like the British Venture Capital Association, or initiating the establishment of such a group in their respective countries, such as the Private Equity Council in the United States. The purpose of these groups is to conduct research and, more importantly, provide information about the industry to policymakers, investors and other interested parties. Lastly, in search for more stable capital, private equity funds and recently also hedge funds increasingly raise or are planning to raise money by listing funds on public markets. By floating shares or units of a fund, advisors voluntarily subject themselves to regulatory supervision. The contractual nature of private equity and hedge funds in combination with the trend towards self-regulation by industry groups suggests that the sophisticated players in the private equity are themselves capable of disciplining opportunistic behaviour by fund managers and advisors. In order to enhance capital market efficiency and transparency, policymakers and governmental supervisors should work closely together with private industry bodies. Such an approach ensures that possible rules and regulations are in line with both best practices and standards applied in the world of private equity and hedge funds.

This mixed picture suggests that questions remain about whether more detailed regulation of funds is required. Given the contractual mechanisms that prevail in the governance of private equity and hedge funds, an initial hands-off approach might be warranted. Accordingly, the next section turns to examine the contractual nature of private equity and hedge funds.

3. THE CONTRACTUAL STRUCTURE OF PRIVATE EQUITY AND HEDGE FUNDS

It is well-documented that there is an agency problem in the portfolio company between the active funds and other shareholders and managers (Metrick, 2007, chapter 2; Smith and Smith, 2004, chapter 12). A second agency relationship exists in the hedge fund and private equity market. Fund managers act as agents for external investors, who choose to invest in publicly held or closely held firms through an intermediary rather than directly. This agency problem is likely to be particularly difficult and intractable. There is inevitably a high degree of information asymmetry between the fund managers, who play an active role in the portfolio companies, and the passive investors, who are not able to monitor the prospects of each individual investment closely. The legal practice, however, has developed governance and incentive techniques effective in limiting opportunism

and controlling the level of risk.

The attention to the governance structure of investment funds is important now that the private equity and hedge fund market is under severe scrutiny by national policymakers and regulators trying to protect domestic portfolio companies from the potential negative effects of this new form of shareholder activism. It is argued that governance issues associated with these active funds are best understood by first investigating the internal governance structure of the funds. Indeed, an analysis of the organizational and contractual features shows that business parties themselves engage in designing good governance structures so as to take advantage of investment opportunities that would otherwise never have been available. It stems from this analysis that the individual players are better capable than regulators to deal effectively with possible negative effects related to activist funds.

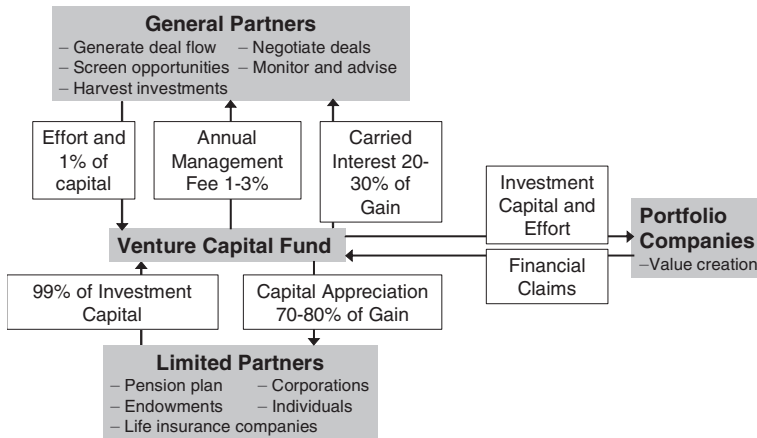
One of the central features of the governance environment of investment funds is the limited partnership structure. In the US and elsewhere, the limited partnership form has become one of the dominant legal structures used in the private equity industry. Its popularity is due to its contractual nature which allows the internal and external participants to reduce opportunism and agency costs. Indeed, the limited partnership structure permits fund managers to achieve extensive control over the operation of their funds subject to few intrusive legal obligations. Other features, such as tax benefits, the flexibility surrounding its structure and terms, and its fixed life, contribute to its continuing viability as the business form of choice for collective investment vehicles. While private equity and hedge funds rely on similar features of the partnership form, they diverge in some important respects due to demands made by investors. For example, the partnership's duration for private equity is usually ten to twelve years, after which the profits are distributed either in cash or in shares of portfolio companies. Hedge funds, however, have shorter lock-up periods (one to three years), confirming the emphasis on short-term investments.

The flexibility of the limited partnership form allows the internal and external participants to enter into covenants and schemes that align the incentives of fund managers with those of outside investors and reduce agency costs. For instance, limited partners are usually permitted, despite restrictions on their managerial rights, to vote on important issues such as amendments of the partnership agreement, dissolution of the partnership agreement, extension of the fund's life, removal of a general partner, and the valuation of the portfolio.⁸ In addition, limited partners employ several contractual restrictions when structuring the partnership agreement depending on the asymmetry of information and market for investment opportunities. For example, a positive relationship exists between the use of restrictions and the propensity of the fund managers to behave opportunistically. In such cases, the limited partner will insert more restrictions in the partnership agreement. In fact, there are a number of distinct covenants that address problems relating to the management of the fund, conflict of interests, and restrictions on the type of investment the fund can make. For the most part, the number and type of covenants

⁸ Limited partners have very limited statutory rights to participate in management; if they exceed these limited rights, they run the risk of being personally liable for partnership liabilities and obligations (Sahlman, 1990).

correspond to the uncertainty, information asymmetry and agency costs in the portfolio company. Other factors affecting the use of restrictions are the fund's size, the compensation system of the managers, and their reputation. In contrast, hedge funds rely less on covenants due to the shorter lock-up periods and the fund's liquidity. Finally, the public nature of the activities of hedge funds, particularly in the market for corporate control, tends to limit the principal-agent problems that might otherwise emerge.

Figure 1. Governance structure of private equity investment



Source: Smith and Smith (2004)

The relationship between the limited partners and the general partners is governed not only by self-regulatory means (i.e. covenants), but relies also on explicit contractual measures (McCahery and Vermeulen, 2004). A key contractual technique is the compensation arrangement between the fund manager and the investors. Compensation is usually comprised of two main sources for managing investments in each limited partnership. First, fund managers are typically entitled to receive 20% of the profits generated by each of the funds (see Figure 1). A second source of compensation is the management fees the fund managers charge to each venture. Investors ensure fund managers performance by insisting on hurdle rates that climb upwards to 15%-20% which means that profits can only be distributed after a certain threshold has been reached. That said, the contractual flexibility of the limited partnership plays a central role in aligning the interests of fund managers and investors in limited partnerships. The compensation rate is fairly uniform across the industry (Fleischer, 2006, p. 7). However, older and more established funds may receive a lower fixed fee. Apparently, the reason for the lower compensation is a matter of incentives, that is, newer private equity firms have powerful incentives needed to develop a reputation for quality, which gradually over time leads to increased market share. While we may think that the compensation structure works in the main to reduce agency costs, its effectiveness can be questioned. It can be argued that the agency costs

result from the details of the general partner's option-like carried interest. Indeed, it is here, in particular, that questions about whether the compensation system is effective in reducing the opportunism which grows out of giving the general partner the discretion to choose when, and under what conditions, to realize investments. In this context, a limited partner clawback provision, which typically is triggered in connection when earlier carried interest is paid to the general partner and later proceeds are insufficient to reach certain contractually defined thresholds, is perhaps the best mechanism to limit the distorted incentives of general partners (Metrick, 2007). Moreover, similar problems may also emerge from the allocation of control to private equity managers in respect of mandatory distributions.

4. CONCLUSION

We have reviewed the activities of private equity and hedge funds. Our discussion of the questions concerning private equity and hedge fund activities does not provide a clear-cut answer to the question of whether policymakers should intervene with new measures to limit the effects of activist funds. Naturally, a well-informed analysis requires empirical research showing the trade-offs between the benefits and costs of private equity and hedge fund effects in the governance of publicly-traded companies. On the one hand, many observers point to the obvious benefits associated with enhanced disclosure of their portfolio, valuations, investment criteria, and investor returns. Yet, on the other hand, the contractual nature of the governance of private equity and hedge funds suggests that better external monitoring and higher reliance on contractual mechanisms in their dealings with investors and the public corporations in which they invest may lead to better governance.

Arguably, ad hoc regulation of private equity and hedge funds could lead to higher costs and few corresponding benefits for investors and firms thereby limiting the beneficial effect of contracting. Nevertheless, concerns arising in many European countries about private equity and hedge fund activism have prompted initiatives relating to investor protection and financial market stability. Calls by top regulators and policymakers for tougher investor protection measures to limit the alleged abuses by some funds include: mandatory shareholder disclosure of borrowed voting rights in a target company, lowering of disclosure requirements on concentrated ownership from 5% to 3% (or even 3% to 1%), disclosure of voting patterns of funds and their corporate intentions, and supervision of the relations between portfolio companies and fund investors. Even though a few of these techniques may prove effective deterrents for some high-risk strategies pursued by certain collective investment pools, they are unlikely – in the long run – to form the basis of a coherent and effective regulatory regime that provides funds with sufficient incentives while protecting the interests of most sophisticated investors who typically prefer their own contractual mechanism over a regulatory straight-jacket offered by policymakers. After all, the analysis of the governance of hedge funds and private equity and their effect on public corporations should be further examined before engaging lawmakers to enact inappropriate or ill-advised measures.

REFERENCES

- Bratton, W. W. (2007), *Hedge Funds and Governance Targets*, ECGI Law Working Paper Nr. 80 (presented at the University of Amsterdam/Vanderbilt University Law School Conference on Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance held on March 8-9, 2007 in Amsterdam).
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas (2007), *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, available at SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948907, (presented at the University of Amsterdam/Vanderbilt University Law School Conference on Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance held on March 8-9, 2007 in Amsterdam).
- Fleischer, V. (2006), *Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds*, University of Colorado Law Legal Studies Research Paper no. 06-27.
- Hu, H.T.C. and B. Black (2006a), The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review*, Vol. 79, No. 4 (May), pp. 811-908.
- Klein, A. and E. Zur (2006), *Hedge Fund Activism, Working Paper* (presented at the University of Amsterdam/Vanderbilt University Law School Conference on Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance held on March 8-9, 2007 in Amsterdam).
- McCahery, J.A. and E.P.M. Vermeulen (2006), *The New Company Law – What Matters in an Innovative Economy?*, ECGI – Law Working Paper Nr. 75/2006, available at <http://ssrn.com/abstract=942993>.
- McCahery, J. A. and E.P.M. Vermeulen (forthcoming), *Corporate Governance of Non-listed Companies*, Oxford: Oxford University Press.
- Metrick, A. (2007), *Venture Capital and the Finance of Innovation*, New York: Wiley.
- Sahlman, W.A. (1990) The Structure and Governance of Venture-capital Organizations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, pp. 473-521.
- Smith, J. and R.L. Smith (2004), *Entrepreneurial Finance*, New York: Wiley.
- Thompson, R.B. (2007), *The Limits of Hedge Fund Activism*, Vanderbilt Law School, (presented at the University of Amsterdam/Vanderbilt University Law School Conference on Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance held on March 8-9, 2007 in Amsterdam).

AUTEURS

Ward A. van den Berg, Tinbergen Instituut en Roland Berger Strategy Consultants
Arnoud W.A. Boot, Universiteit van Amsterdam en Amsterdam Center for Law and
Economics (ACLE)

Dick van Dijk, Erasmus Universiteit Rotterdam en Econometrisch Instituut

Jana Fidrmuc, University of Warwick, Warwick Business School

Lotte Goossens, Universiteit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde

Sophie Manigart, Universiteit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde

Joseph A. McCahery, Universiteit van Amsterdam en Amsterdam Center for Law and
Economics (ACLE)

Miguel Meuleman, Vlerick Leuven Gent Management School en University of
Nottingham

Peter Roosenboom, Erasmus Universiteit Rotterdam, RSM Erasmus University

Anjolein Schmeits, New York University, Stern School of Business

Armin Schwienbacher, Universiteit van Amsterdam, Amsterdam Business School

Han T.J. Smit, Erasmus Universiteit Rotterdam, Erasmus School of Economics

Erik P.M. Vermeulen, Universiteit van Tilburg en Philips International B.V.

Amsterdam Center for Corporate Finance

The Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) is a thinktank specializing in the financial management of corporations and the operations of the financial sector. The ACCF promotes high quality research on the interface between financial theory and corporate policy. With a variety of activities, it provides a forum for dialog between academics and practitioners. The ACCF is an independent foundation and is supported by major financial and industrial corporations, consultancy agencies and (semi) government bodies. It is affiliated with the University of Amsterdam.

Directors

A.W.A. Boot
J.A. McCahery

Board

D. van den Brink
A. Verberk
J.B.M. Streppel

Address

Roetersstraat 11
1018 WB Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 525 4162
Fax: +31 20 525 5318
E-mail: office@accf.nl
<http://www.accf.nl>