

Van publiek naar privaat eigendom

Het publiek-naar-privaat-potentieel van beursgenoteerde ondernemingen

Michiel Schrijnemaekers

SAMENVATTING 'Helvoet verdwijnt van de beurs' (*De Financiële Telegraaf*, februari 2002) en 'Kleine fondsen overal in verdrukking' (*NRC*, december 2001). Is een beursnotering niet meer weggelegd voor bepaalde ondernemingen en voeren zij daarom een zogenaamde 'publiek-naar-privaat-transactie' uit? Een publiek-naar-privaat-transactie is een relatief nieuwe vorm van beëindiging van de beursnotering van een onderneming. Traditionele vormen zijn overname of faillissement. De ontwikkelingen van de afgelopen tijd nodigen uit om de publiek-naar-privaat-transactie te onderzoeken.

1 Inleiding

In het Verenigd Koninkrijk zijn publiek-naar-privaat-transacties al langer een bekend en populair fenomeen. Veel ondernemingen hebben de beurs inmiddels verlaten. Het aantal beursverlaters in de periode 1999-2000 was in het Verenigd Koninkrijk en in Nederland respectievelijk 74 en 4 (Computasoft Research Ltd., 2001 en Vickers, 2000). Zie tabel 1 voor de transacties die hebben plaatsgevonden in Nederland in de periode 1999-2000. Het grote verschil tussen het aantal transacties in het Verenigd Koninkrijk en Nederland kan slechts deels worden verklaard uit het feit dat het aantal ondernemingen met een beursnotering groter is in het Verenigd Koninkrijk dan in Nederland. Een andere, wellicht betere verklaring voor het grote verschil kan liggen in het gegeven dat het Verenigd Koninkrijk en Nederland verschil-

lende Corporate Governance-structuren en wetgeving kennen.

Tabel 1. Publiek-naar privaat-transacties in de periode 1999-2000 in Nederland (Computasoft Research Ltd.)

Bieder	Target	Jaar
Sofinim Nederland B.V. en NPM Capital N.V.	Cindu International N.V.	1999
Investor Group Cottingham en De Mol van Otterloo	Breevast N.V.	1999
Gilde Investment Management B.V.	Norit N.V.	2000
Beheersmaatschappij Lubbers B.V.	HIM Furness N.V.	2000

In dit artikel zal worden onderzocht welke motieven ten grondslag liggen aan een publiek-naar-privaat-transactie en in de conclusie zal uiteindelijk het publiek-naar-privaat-potentieel van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen worden beargumenteerd.

Allereerst wordt ingegaan op de hoofdredenen voor een onderneming om een beursnotering te hebben (paragraaf 2). In de praktijk wordt onderwaardering door de markt vaak als argument gebruikt door het management van kleine beursgenoteerde ondernemingen om te overwegen de beursnotering te beëindigen. Of sprake is van onderwaardering en de redenen die hier eventueel aan ten grondslag liggen, wordt

Drs. Ing. M.L.H. Schrijnemaekers is werkzaam bij Talanton Corporate Finance B.V. (www.talanton.nl).

vervolgens behandeld (paragraaf 3). Daarna wordt in paragraaf 4 een definitie van de publiek-naar-privaat-transactie gegeven. Aangezien in een publiek-naar-privaat-transactie veelal een participatiemaatschappij het zittend management ondersteunt, wordt de rol van de participatiemaatschappij besproken in paragraaf 5. In paragraaf 6 wordt vervolgens de transactievorm behandeld. De mogelijke beweegredenen die ten grondslag liggen aan publiek-naar-privaat-transacties worden behandeld in paragraaf 7. In paragraaf 8 en 9 worden respectievelijk wetgeving en corporate governance-structuren van het Verenigd Koninkrijk en Nederland onderzocht. Ten slotte worden in paragraaf 10 conclusies getrokken.

2 Redenen voor een beursnotering

In deze paragraaf wordt een opsomming gegeven van de belangrijkste motieven voor een beursnotering. Deze zijn:

- Met een beursnotering verkrijgt de onderneming toegang tot de kapitaalmarkt die de onderneming kan voorzien in haar *behoefte aan kapitaal* (eigen vermogen door aandelenemissie) om onder meer haar expansies te financieren.
- Met een beursnotering wordt veelal de *verhandelbaarheid* van aandelen verbeterd. Het voordeel hiervan is dat eventuele acquisities eenvoudiger met aandelen kunnen worden betaald.
- Met een beursnotering verkrijgt de onderneming een *continue marktwaardering* van de onderneming. De onderneming kan deze waardering onder meer gebruiken als instrument om prestaties te meten van het management (personeelsopties).
- Met een beursnotering verkrijgt de onderneming veelal *meer publiciteit* (aandacht van de media) dan ondernemingen zonder beursnotering. Door deze publiciteit wordt de naamsbekendheid vergroot.

3 Onderwaardering

Recentelijk heeft Free Record Shop, onder leiding van H. Breukhoven, besloten haar onderneming van de beurs te halen. Volgens Breukhoven zijn er mede door de lage beurskoers en lage liquiditeit van het fonds 'geen redenen die een notering aan Euronext Amsterdam thans nog rechtvaardigen' (*De Financiële Telegraaf*, december 2001).

Veel beursgenoteerde ondernemingen en met name de kleinere beursgenoteerde ondernemingen worden geconfronteerd met lage marktwaarderingen. Voor dit soort bedrijven is de aandelenkoers veelal geen reële afspiegeling van de bedrijfswaarde (Rijken, Van Sluis

et al, 2001). Dit belemmert hen in veel opzichten. Zij zoeken nu naar alternatieven. Een mogelijkheid voor hen is een publiek-naar-privaat-transactie. Een aantal ondernemingen heeft inmiddels de beurs vaarwel gezegd.

Welke ontwikkelingen liggen nu ten grondslag aan de onderwaardering van ondernemingen? Hieronder wordt getracht daarop antwoord te geven:

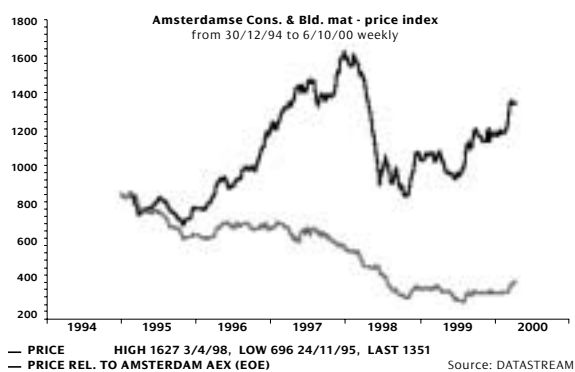
- *Geen aandacht van analisten.* Veel analisten zijn niet geïnteresseerd in kleinere beursgenoteerde ondernemingen, omdat grote beleggingsinstellingen vooral informatie willen over grote (marktkapitalisatie) en hierdoor vaak liquide ondernemingen. Bovendien onderzoeken analisten liever sectoren die zich bevinden in een groeiemarkt.
- *Integratie Europese aandelenmarkt.* Door de voortgaande integratie van de Europese aandelenmarkt, weerspiegeld in onder andere het recent door fusie ontstane Euronext (de fusie van de beurzen Amsterdam, Brussel en Parijs), raken de kleinere beursgenoteerde ondernemingen uit de gratie.
- *Populariteit index-beleggen.* Door de toegenomen populariteit onder beleggers voor het index-beleggen, beleggen de grote beleggingsinstellingen in leidende internationale indexen. Het is voor een grote beleggingsinstelling eenvoudiger om 50 miljoen euro te beleggen in bijvoorbeeld Philips N.V. dat door 25 analisten wordt gevolgd, dan dit bedrag te verdelen over bijvoorbeeld tien beursgenoteerde ondernemingen die niet worden gevolgd door analisten. Dit brengt schade toe aan de ondernemingen met een kleinere marktkapitalisatie.
- *Verminderde liquiditeit.* Kleinere beursgenoteerde ondernemingen zijn niet liquide genoeg voor grote beleggingsinstellingen, omdat deze instellingen bij deze ondernemingen niet flexibel met hun aandelenportfolio kunnen omgaan; met andere woorden, zij kunnen geen grote pakketten aandelen kwijt als ze er vanaf willen.

De verminderde belangstelling voor kleinere bedrijven is terug te zien in het koersverloop van smallcap ondernemingen. Sinds de sterke daling, door onder andere de crises in Azië en Zuid-Amerika in 1998, zijn het de small -en midcap ondernemingen die zich nauwelijks hebben hersteld ten opzichte van de AEX die bijna is verdubbeld in waarde. Vooral de sectoren Engineering en Constructie blijven sterk achter bij de AEX, gezien over de periode 1995-2000 (zie figuur 1 en 2). Bovendien kunnen sinds november 2001 aandelen van de minder liquide ondernemingen niet meer de gehele dag worden verhandeld op de beurs. Dit maakt de positie van de meestal kleinere ondernemingen er

Figuur 1. Koersverloop smallcap ondernemingen



Figuur 2. Koersverloop sectoren Engineering en Constructie



niet beter op. Meer dan 100 small -en midcapondernemingen hebben inmiddels een liquiditeitsverschaffer (banken, commissionairs en voormalig hoeklieden) ingeschakeld om de handel in aandelen in gang te houden. Kleine beursgenoteerde ondernemingen die minder dan 5000 transacties per jaar kennen, zijn verplicht minimaal één liquiditeitsverschaffer in te schakelen voor een veiling van de aandelen die twee maal per dag wordt gehouden (zogenaamd 'auction only'). Zoals vermeld in de vorige paragraaf is één van de hoofdredenen van een onderneming voor een beursnotering het aantrekken van kapitaal om toekomstige investeringen mee te financieren. Dit voordeel wordt tenietgedaan bij een 'onterecht' lage beurskoers. Wanneer sprake is van zo'n lage beurskoers staan de huidige aandeelhouders niet te juichen bij een nieuwe aandelenemissie, aangezien hun belang dan nog verder verwatert. Bovendien kan een lage beurskoers het imago van de onderneming schade toebrengen.

Daarnaast is bij een lage beurskoers de kans groter dat de onderneming 'vijandig' en relatief goedkoop kan worden overgenomen door een strategische partij. Het management wil dit vaak niet. Een publiek-naar-privaat-transactie zou een oplossing kunnen bieden.

4 Definitie van een publiek-naar-privaat-transactie

In dit artikel wordt de volgende definitie van de publiek-naar-privaat-transactie aangehouden:

'De transformatie van een aan de beurs genoteerde onderneming naar een niet aan de beursgenoteerd gehouden onderneming door een kleine groep investeerders, veelal via een buy-out.'

In Nederland zijn momenteel alleen 'vriendelijke' publiek-naar-privaat-transacties mogelijk vanwege de diverse beschermingsconstructies die het management kan opwerpen als zij het niet eens is met een mogelijke overname. Daardoor zal veelal sprake zijn van het gegeven dat het management bij zo'n transactie mee participeert via een Management Buy-out (MBO).

5 De rol van de participatiemaatschappij

De participatiemaatschappij ondersteunt het zittend management veelal bij een publiek-naar-privaat-transactie. De participatiemaatschappij voorziet onder meer in kapitaalverschaffing en in expertise. De participatiemaatschappij en het management zullen bij een geplande publiek-naar-privaat-transactie een bod doen op alle uitstaande aandelen.

Bij overname van een beursgenoteerde onderneming dienen de overnemers een premie te betalen boven op de huidige aandelenkoers, dit om de bestaande aandeelhouders een 'incentive' te geven om hun aandeel te verkopen. Klaarblijkelijk zijn de nieuwe aandeelhouders ervan overtuigd dat de waarde van de over te nemen onderneming hoger is dan de som van de huidige aandelenkoers en de overnamepremie (gemiddeld rond 30-40%, Denis, 1992). Opgemerkt dient te worden dat uit empirisch onderzoek (Anslinger en Copeland, 1996 en Lee, 1997) blijkt dat financiële partijen die overnemen een rendement (35%) behalen dat nagenoeg twee keer zo hoog ligt als dat van strategische partijen (18%). Dit is opmerkelijk daar waardecreatie door financiële partijen (management en participatiemaatschappij samen) niet direct kan worden toegewezen aan synergie-effecten, hetgeen wel het geval is bij een overname door een strategische

partner. Participatiemaatschappijen stellen echter hoge eisen waaraan de onderneming moet voldoen, voordat zij willen participeren. De belangrijkste eisen die de participatiemaatschappij stelt aan de onderneming waarin kan worden geïnvesteerd, zijn:

- een goed track record (stabiele dan wel stijgende operationele, vrije geldstromen);
- een sterk management;
- maximale (financiële) betrokkenheid van het management.

Bovendien wil de participatiemaatschappij:

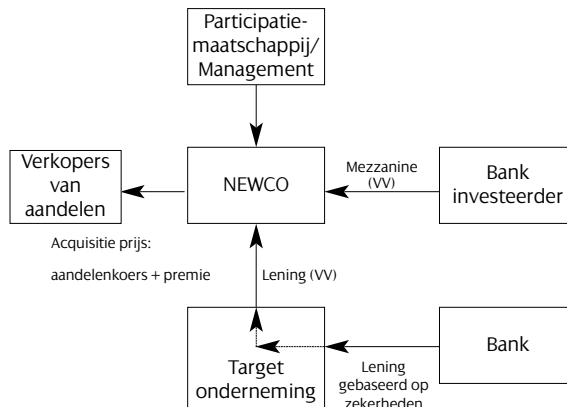
- de mogelijkheid hebben tot het monitoren en meebesturen van hun participaties;
- de mogelijkheid hebben om hun exit-route voor te bereiden en uit te voeren. Tot de exit-mogelijkheden behoren onder meer een tweede buy-out, een verkoop aan een strategische partij of een hernieuwde beursnotering.

Het management en de participatiemaatschappij hebben een groot belang om de MBO te laten slagen; het eigen vermogen is in geval van zwaar weer financieel immers ondergeschikt aan de claims van vreemdvermogensverschaffers.

6 Beschrijving transactievorm

De overnemers richten een koopholding (Newco) op die alle aandelen verwerft van de over te nemen onderneming (Target onderneming). Dit is ook weer gegeven in figuur 3. Vervolgens gaat Newco een fiscale eenheid aan met Target onderneming, zodat financieringslasten van Newco kunnen worden gecompenseerd met (positieve) resultaten van Target onderneming. De investeerders in een publiek-naar-privaat-transactie financieren de koopsom met een relatief klein gedeelte eigen vermogen (EV). Het eigen vermogen wordt doorgaans gedeeltelijk opgebracht door het management en gedeeltelijk door een participatiemaatschappij. Naast de eigenvermogenfinanciering wordt met vreemd vermogen (VV) het resterende gedeelte van de overnamesom gefinancierd ('leverage' door middel van 'mezzanine'). In enkele gevallen is het echter mogelijk een gedeelte van de koopsom goedkoper te financieren door gebruik te maken van de onbenutte leencapaciteit van Target onderneming. Als de overname financieel gezien is voltooid, dient Newco aan de hoge interestbetalingen te voldoen en bovendien de hoge schuld af te lossen naar een meer 'normaal' niveau. Vreemdvermogensverschaffers stellen doorgaans als richtlijn dat binnen vijf jaar de schulden grotendeels moeten zijn afgelost. Aflossing

Figuur 3. Overzicht transactiestructuur



geschiedt uit de vrije geldstromen van Target onderneming en/of door verkoop van bezittingen. Na een periode van ongeveer vijf jaar is er de exit van de participatiemaatschappij.

Gemiddeld wordt op MBO's een jaarlijks rendement van 22% behaald in Nederland in vergelijking met 10,5% die in de periode 1991-2000 is behaald op de aandelenmarkt (NVP, 2002). Dit hogere rendement is overigens noodzakelijk aangezien bij het verschaffen van eigen vermogen aan private ondernemingen, 'private equity' genoemd, ook een hoger risicoprofiel is verbonden; door te financieren met grotendeels vreemd vermogen is het faillissementsrisico hoger. Bovendien zijn de investeringen minder liquide. Uit onderzoek (Vickers, 2000) naar transacties van publiek naar privaat in het Verenigd Koninkrijk blijkt dat daar een gemiddeld rendement van 40% wordt behaald. Het rendement geëist door de eigenvermogensverschaffers wordt hoofdzakelijk gehaald uit het aflossen van de schuld, waarbij de waarde van het eigen vermogen proportioneel toeneemt. Extra rendement kan worden behaald doordat de onderneming sterker groeit en/of efficiënter gaat opereren. Dit laatste wordt bevestigd door onderzoek, waaruit blijkt dat een MBO leidt tot een productiviteitsverhoging (Muscarella en Vetsuypens, 1990 en Smith, 1990) van gemiddeld 15% (Marais, Schipper en Smith, 1989).

7 Motieven voor een publiek-naar-privaat-transactie

In het verleden is veel onderzoek gedaan naar publiek-naar-privaat-transacties. In deze paragraaf worden de belangrijkste aspecten uit de wetenschappelijke literatuur kort besproken.

De volgende aspecten proberen een verklaring te geven voor de motieven die ten grondslag liggen aan publiek naar privaat transacties:

- *Onderwaardering*

Van onderwaardering is sprake als de marktwaarde lager is dan de waarde gebaseerd op fundamentele analyse, gebruikmakend van alle beschikbare informatie (Wurf en Mertens, 2001). Onderwaardering van kleine beursgenoteerde ondernemingen wordt aangetoond door middel van recent onderzoek (Rijken, Van Sluis et al, 2001; Würf en Mertens, 2001). Uit verschillende onderzoeken blijkt dat ondernemingen meestal acties ondernemen die de waarde van de onderneming maximaliseren (Myers en Majluf, 1984; Shah en Thakor, 1988). Dit houdt in dat als zich kansen voordoen om waarde te creëren, het aannemelijk is dat de onderneming deze kansen zal pakken. Het management kan aandelen inkopen wanneer het denkt dat het aandeel te laag wordt gewaardeerd door de markt. Aangezien een publiek-naar-privaat-transactie het equivalent is van een 100%-inkoop van aandelen, kan beargumenteerd worden dat ondernemingen die deze transactie uitvoeren ondergewaardeerd zijn. Derhalve zijn de voordelen voor een publiek-naar-privaat-transactie groter voor ondernemingen die ondergewaardeerd zijn.

- *Kostenbesparing*

Hieronder vallen kosten die direct vervallen (zoals registratiekosten) en daardoor een onmiddellijke besparing opleveren aangezien de onderneming geen beursnotering meer kent. Ook de kosten gepaard gaande met 'investor relations' komen grotendeels te vervallen. Vooral voor kleine beursgenoteerde ondernemingen zijn deze kosten relatief hoog. Overigens is kostenbesparing niet een hoofdreden voor een publiek-naar-privaat-transactie (Travlos en Cornett, 1993).

- *Belastingvoordeel*

In tegenstelling tot het uitkeren van dividend, zijn op interestbetalingen belastingvoordelen te behalen. Het belastingvoordeel resulteert in een waardeoverdracht van overheid (collectief) naar aandeelhouder (individueel). Ceteris paribus, zorgen de belastingvoordelen voor lagere kosten van het kapitaal en hebben daardoor een waardecreërend effect. Uit onderzoek blijkt dat het overgrote deel van de te betalen premie wordt betaald door middel van belastingvoordelen (Lowenstein, 1985). Toch dient te worden opgemerkt dat het belastingvoordeel niet het belangrijkste motief is voor een publiek-naar-privaat-transactie, aangezien

de eigenvermogenverschaffers in de praktijk zo snel mogelijk van hun schuld af willen.

Reductie van het 'agency problem'

Het 'agency problem' is veel beschreven in de literatuur (Lehn en Poulsen, 1989; Jensen, 1986). Het 'agency problem' ontstaat doordat management en eigendom van elkaar zijn gescheiden. Hierdoor kan het voorkomen dat het management niet altijd volledig handelt in het belang van de gehele onderneming. Dit zou uiteindelijk ten koste gaan van de waardecreatie voor de aandeelhouders. Diverse wetenschappelijke publicaties tonen aan dat de publieke vorm het minst geschikt is voor ondernemingen die actief zijn in sectoren met lage groeicijfers, met voldoende vrije geldstromen en met weinig investeringsmogelijkheden (Fama en Jensen, 1983; Kim en Lyn, 1991). Voorbeelden van bedrijfstakken met deze karakteristieken zijn staal, engineering en chemie. De combinatie van voldoende vrije geldstromen en weinig waardecreërende investeringsmogelijkheden kan volgens Jensen (1986) ertoe leiden dat managers gaan investeren in projecten die geen waarde creëren voor de aandeelhouders. Bovendien is de redenering dat het management, in beursgenoteerde ondernemingen, bij het nemen van investeringsbeslissingen vooral op de kortetermijnwinst is gericht, in de veronderstelling dat winst de ultieme drijfveer is voor aandeelhouderswaarde en stijgende beurskoersen (Nordemann, Schilleman en Van de Voort, 1994; Weimar, 1995). Hierin wordt het management gestimuleerd door de financiële media die veel aandacht besteedt aan (half)jaarcijfers (winsten). Uitsluitend het streven naar concurrentievoordeel op de lange termijn stelt de continuïteit van de onderneming veilig en stelt de onderneming in staat om op lange termijn positieve vrije geldstromen te realiseren en hierdoor waarde te creëren voor de aandeelhouders.

Het 'agency problem' neemt af wanneer contracten worden afgesloten met het management en het management wordt gecontroleerd op de door hen geleverde prestatie, door bijvoorbeeld gebruik te maken van compensatieplannen die het management belonen voor acties die de waarde voor de aandeelhouders vergroten. Het 'agency problem' in beursgenoteerde ondernemingen wordt dikwijls gereduceerd met aandelenopties die veelal gekoppeld zijn aan de aandelenkoers. Voor ondernemingen met een 'onbeweeglijke' aandelenkoers is dit instrument echter ongeschikt als prestatie maatstaf. Bij een publiek-naar-privaat-transactie via een MBO wordt het management tevens (gedeeltelijk) eigenaar van de onderneming door de financiële 'commitment' die het moet

tonen. Bovendien wordt het management gedwongen tot het maximaliseren van de vrije geldstromen (reductie van 'agency problem'), aangezien het moet voldoen aan de hoge interestlasten en de aflossingsverplichtingen van het vreemd vermogen (Jensen, 1993). Het management zal er dan ook alles aan doen om de onderneming zo efficiënt mogelijk te laten opereren. Uit onderzoek blijkt dat het 'agency problem' bij een publiek-naar-privaat-transactie daadwerkelijk vermindert (Lehn en Poulsen, 1989; Phan en Hill, 1995). Bovendien blijkt uit onderzoek dat er een directe relatie bestaat tussen het 'agency problem' en het percentage aandelenbelang dat het management in de onderneming krijgt; hoe hoger het aandelenbelang van het management in de onderneming, hoe minder sprake is van het 'agency problem' (Thomson, Wright en Robbie, 1990).

Een bijzondere vorm van het 'agency problem' ontstaat uit asymmetrische informatie tussen management en aandeelhouders. Asymmetrische informatie betekent dat het 'agency problem' niet kosteloos kan worden opgelost met compensatieplannen en contracten. Hieronder wordt deze bijzondere vorm dan ook apart besproken.

- *Asymmetrische Informatie*

Van asymmetrische informatie is sprake als partijen beschikken over verschillende informatie. Een mogelijk succes van de MBO is het idee dat het management voordeel zou halen uit het feit dat het over meer informatie beschikt dan andere mogelijke bidders. Dit maakt het management machtiger dan andere bidders in een biedingsproces. Hierdoor is het mogelijk dat een lagere overnameprijs voor de onderneming wordt betaald. Het management zou de onderneming kopen van aandeelhouders die over minder informatie beschikken dan het management zelf, tegen een prijs die lager is dan de 'echte' waarde. Hier is dan geen sprake van waardecreatie doordat efficiënter gewerkt gaat worden, aangezien de toekomstige vrije geldstromen niet veranderen.

Uit onderzoek blijkt dat het management niet stelselmatig voordeel haalt uit de extra kennis die zij eventueel zou hebben (Kaplan, 1989).

8 Wetgeving

Bij een publiek-naar-privaat-transactie worden aandelen ingekocht. De regelgeving omtrent de inkoop van aandelen en het aandelenbelang benodigd om de beurs te verlaten, laat in het Verenigd Koninkrijk meer toe dan in Nederland.

In het Verenigd Koninkrijk is het mogelijk de beurs te

verlaten en verder te gaan als private onderneming indien een 75%-aandelenbelang is verkregen in de onderneming. Bovendien is het mogelijk bij een verkregen aandelenbelang van 90% de aandeelhouders van de resterende uitstaande aandelen te dwingen hun aandelen te verkopen aan de partij die dan een 90%-aandelenbelang in de onderneming bezit.

In Nederland daarentegen is het pas mogelijk de beurs te verlaten en verder te gaan als private onderneming bij een 100%-aandelenbelang. Bovendien is het pas mogelijk bij een verkregen aandelenbelang van 95% de aandeelhouders van de resterende uitstaande aandelen te dwingen hun aandelen in de onderneming te verkopen.

9 Corporate Governance

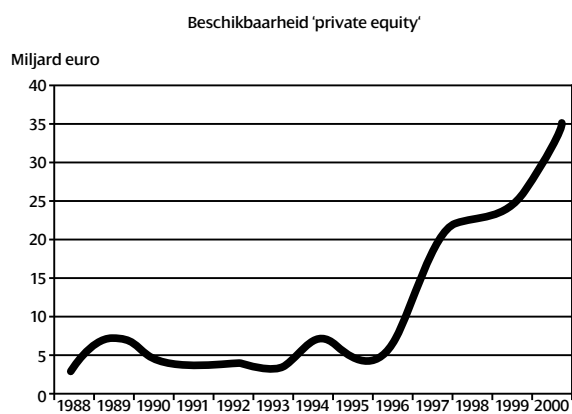
Het Angelsaksische systeem dat ondermeer wordt gebruikt in het Verenigd Koninkrijk, geeft de aandeelhouder veel meer macht in de organisatie in vergelijking met het Continentaal Rijnland-model dat wordt gebruikt in Nederland. In het Verenigd Koninkrijk is het relatief een stuk eenvoudiger om 'falend' management te vervangen. Het management in Nederland heeft de mogelijkheid om diverse beschermingsconstructies op te werpen die de invloed van de aandeelhouder sterk verminderen. Kort door de bocht kan men zeggen dat het Angelsaksische systeem een 'shareholders'-benadering nastreeft en het Continentaal Rijnland-model meer een 'stakeholders'-benadering.

Institutionele beleggers

Uit onderzoek blijkt dat de institutionele investeerders een grotere rol willen spelen in de onderneming waarin zij investeren (Rebers, 1997). Dit wordt echter ernstig belemmerd door de huidige beschermingsconstructies. Investeren via een participatiemaatschappij, met behulp van 'private equity', geeft de institutionele belegger wel de mogelijkheid (indirect) om meer toezicht en invloed uit te oefenen in de onderneming waarin wordt geïnvesteerd. Participatiemaatschappijen vervullen een brugfunctie tussen niet-beursgenoteerde ondernemingen en de openbare kapitaalmarkt. Zij trekken kapitaal aan van institutionele beleggers en stellen dat beschikbaar aan ondernemers in ruil voor aandelen in hun ondernemingen. Participatiemaatschappijen stellen naast kapitaal hun managementervaring en financiële expertise ter beschikking aan de onderneming. Bovendien fungeren participatiemaatschappijen als klankbord voor de onderneming.

Voorname tendens blijkt ook uit de toenemende

Figuur 4. Beschikbaarheid 'private equity' in Europa (EVCA).



beschikbaarheid van 'private equity', zoals weergegeven in figuur 4.

De aandeelhouder wil meer invloed uitoefenen en dit is momenteel niet goed mogelijk. Derhalve zullen investeerders gaan zoeken naar alternatieven die wel die mogelijkheid bieden; investeren via een participatiemaatschappij biedt dan uitkomst.

Toekomstige ontwikkelingen

In Nederland bestaat een toenemende belangstelling voor het Angelsaksische systeem. Deze ontwikkeling is gestart met het rapport van de Commissie Peters (Peters, 1997). Recent heeft een Europese onderzoekscommissie, in opdracht van Eurocommissaris Bolkestein, voorstellen ingediend inzake nieuwe Europese overnamewetgeving (Thienpont et al, 2002). De voorstellen houden onder meer in dat na een aankondiging van een bod de beschermingsconstructies komen te vervallen. Voorts wordt voorgesteld een 'vijandige' bieder die 75% van de aandelen in handen krijgt, de mogelijkheid te bieden om zowel commissarissen als het management te ontslaan. Daarnaast wordt voorgesteld om de 'vijandige' bieder de mogelijkheid te geven, bij een verkregen belang van 90-95% de resterende aandeelhouders uit te kopen. Ten slotte is het voorstel om ondernemingen te verplichten volledige openbaarheid van zaken te geven over de kapitaalstructuur en over de controle.

gen volledig links laat liggen. De publiek-naar-privaat-transacties worden een steeds aantrekkelijker optie voor de kleinere beursgenoteerde ondernemingen. Hun prestaties zijn goed, maar de beurskoers blijft achter. Het betreft hier vooral de traditionele ondernemingen met lage groeicijfers, voldoende vrije geldstromen en met weinig investeringsmogelijkheden die aandeelhouderswaarde creëren. De voordelen destijds voor het verkrijgen van een beursnotering zijn voor hen veelal komen te vervallen.

Aandeelhouders die verkopen doen dit voor het merendeel vrijwillig, zodat zij eindelijk af kunnen van hun aandelen met een al jaren onveranderde koers. Bovendien worden zij veelal beloond met een hoge overnamepremie. De nieuwe aandeelhouders denken meer waarde te creëren uit de onderneming dan nu het geval is, anders zouden zij geen premies, gemiddeld rond de 30%-40% (Denis, 1992), betalen bovenop de dan geldende aandelenkoers. Het management krijgt de mogelijkheid het gepercipieerde gat tussen waarde en beurskoers uit te winnen bij het uitvoeren van een publiek-naar-privaat-transactie. Daarnaast kan het management zich meer op een langetermijnstrategie richten, in plaats van de kortetermijnwinst waarop in de financiële pers veelal de nadruk wordt gelegd.

Een tweede factor die pleit voor een toenemend potentieel van publiek-naar-privaat-transacties is de beschikbaarheid van 'private equity'. De populariteit van 'private equity'-fondsen is de afgelopen jaren sterk toegenomen. Grote beleggingsmaatschappijen vertrouwen hun vermogen blijkbaar toe aan participatiemaatschappijen die een vinger in de pap hebben bij de bedrijven waarin deze investeren en bovendien hogere rendementen behalen.

Het 'agency problem' wordt na een publiek-naar-privaat-transactie verminderd, doordat:

- het management zichzelf financieel moet committeren aan de onderneming;
- het management wordt gedwongen tot het efficiënt laten opereren van de organisatie. Bovendien zorgen de veelal hoge vreemdvermogenverplichtingen ervoor dat het gebruik van vrije geldstromen ter investering in waardevernietigende projecten wordt geminimaliseerd;
- de participatiemaatschappij voortdurend toezicht houdt op de onderneming en de onderneming zelfs mee bestuurt.

De verwachte ontwikkelingen in wetgeving en corporate governance-structuur maken het in de toekomst eenvoudiger voor ondernemingen om de beurs te verlaten. Bovendien zullen hierdoor naar verwachting meer ondernemingen tot een publiek-naar-privaat-

10 Conclusies

Er is sprake van een fundamentele verandering, waarbij de markt de kleine beursgenoteerde ondernemin-

transactie overgaan. Aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen hebben ondanks de toekomstige ontwikkelingen niet de mogelijkheid om ten minste evenveel invloed uit te oefenen als de aandeelhouders van private ondernemingen. De verwachte toekomstige wetgeving maakt het eenvoudiger om een 'vijandige' overname uit te voeren. Voor het management van de beursgenoteerde ondernemingen dat niet 'vijandig' wenst te worden overgenomen, wordt het echter ook eenvoudiger om preventief een publiek-naar-privaat-transactie uit te voeren.

De huidige lage interestpercentages maakt financiering van een publiek-naar-privaat-transactie relatief goedkoop en aantrekkelijk.

Het voorgaande leidt tot de slotsom dat in de toekomst zeer waarschijnlijk meerdere ondernemingen de beurs gaan verlaten. ■

Literatuur

- Anslinger, P. en T. Copeland, (1996), Growth through acquisitions: A fresh look, in: *The McKinsey Quarterly*, 2, pp. 96-109.
- Computasoft Research Ltd., (2001), London.
- De Financiële Telegraaf, (2002), *Helvoet verdwijnt van de beurs*, 13 februari.
- De Financiële Telegraaf, (2001), *Free Record Shop verdwijnt van de beurs*, 11 december.
- Denis, J., (1992), Corporate investment decisions and corporate control: evidence from going private transactions, in: *Financial Management*, Gale Group.
- European Venture Capitalist Association (EVCA), (2001), in: *European Private Equity Statistics*.
- Fama, E. en M. Jensen, (1983), Separation of ownership and control, in: *Journal of Law and Economics*, juni, pp. 327-350.
- Jensen, M.C., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and take-overs, in: *American Economic Review*, 76, mei, pp. 323-329.
- Jensen, M., (1993), The takeover controversy: Analysis and Evidence, in: *The new corporate finance: where theory meets practise*, McGraw Hill, New York, pp. 465-491.
- Kaplan, S., (1989), The effects of MBO's on operating performance and value, in: *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 217-254.
- Kim, W. en E. Lyn, (1991), Going private: corporate restructuring under information asymmetry and agency problems, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, september, pp. 637-648.
- Lee, P., (1997), Barbarians at the gates of Europe; European Private Equity, in: *Euromoney*, november, pp. 44-47.
- Lehn, K. en A. Poulsen, (1989), Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, in: *Journal of Finance*, juli, pp. 771-787.
- Lowenstein, L., (1985), Management buy-outs, in: *Columbia Law Review*, 85, pp. 730-784.
- Marais, L., K. Schipper en A. Smith, (1989), Wealth effects on going private on senior securities, in: *Journal of Financial Economics*, 23.
- Muscarella, C. en M. Vetsuypens, (1990), Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBO's, in: *Journal of Finance*, 12, pp. 1389-1413.
- Myers, J. en N. Majluf, (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have, in: *Journal of Financial Economics*, juli, pp. 187-222.
- Nordemann, G.H., A.I. Schilleman en L.P.F. van de Voort, (1994), Investeerders: strategien tegen wil en dank, in: *Holland Management Review*, 39, pp. 7-16.
- NRC, (2001), *Kleine fondsen overal in verdrukking*, 18 december.
- NVP, (2002), Kerncijfers, *Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen*.
- Peters, J.F.M., (1997), Corporate Governance in Nederland, in: *Commissie Corporate Governance (Commissie Peters)*, juni, Amsterdam.
- Phan, P. en C. Hill, (1995), Organizational restructuring and economic performance in leveraged buy-outs; an ex post study, in: *Academy of Management Journal*, 38, pp. 704-739.
- Rebers, E., (1997), Corporate Governance in Nederland, in: *Bedrijfskunde*, 4, pp. 28-33.
- Rijken, H.A., D. van Sluis, W.T.J. Dijkman, A.B. Dorsman, D.J. van Ham, J.A. van Ketwich Verschuur, A. Klaassen, J. Lock, F.B.P. Meijer, F.R. Spaan, W.R. van der Willigen en G.N.G. Wirken, (2001), *FINEM Rapport Waardering Smallcaps*, Publicatie van: *Vereniging voor financieel-economisch management*, juni.
- Shah, S. en A. Thakor, (1988), Private versus public ownership: investment, ownership, distribution and optimality, in: *Journal of Finance*, mei, pp. 41-59.
- Smith, A., (1990), Corporate Ownership Structure and Performance: the case of management buy-outs, in: *Journal of Financial Economics*, oktober, pp. 143-164.
- Thienpont, D., J. Winter, J. Schans Christensen, J.M. Garrido Garcia, K.J. Hopt, J. Rickford, G. Rossi en J. Simon, (2002), Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, in: *De Europe Unie on line*: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/hlg01-2002.pdf, januari.
- Thompson, S., M. Wright en K. Robbie, (1990), Management Equity Ownership, Debt and Performance: Some Evidence from U.K. Management Buy-outs, in: *CMOR Occasional Paper*, 24.
- Travlos, N. en M. Cornett, (1993), Going private buy-outs and determinants of shareholders' returns, in: *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 8, pp. 1-25.
- Vickers, H., (2000), Public to private takeovers: the new paradigms, *Onderzoeksrapport van: Ashurst Morris Crisp*, London, pp. 5-6.
- Weimar, J.W., (1995), Promotieonderzoek: Amerikaans aandeelhoudersdenken in opmars, in: *Weekblad van de Universiteit Twente*, 34, november.
- Wurf, F. van der en G. Mertens, (2001), Public to Private: Analyse van de Public-to-Private transactie en inventarisatie van de mogelijkheden voor Nederlandse small caps, in: *Boek NIB Capital*, pp. 70-73.