

Belangenconflicten in de private equity-markt

Anjolein Schmeits

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 partici-

paties van ruim 500 miljard dollar. 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 dollar aan nieuw te beleggen kapitaal verkregen.¹ Ook het belang van de *junk bond* markt en het aanbod van private leningen ter financiering van private equity transacties zoals management buy-outs (MBO's) en – meer algemeen – leveraged buy-outs (LBO's) is sterk toegenomen.

De totale omvang van nieuwe buyout transacties in 2006 bedroeg wereldwijd 542 miljard dollar, en de transacties worden steeds groter. Het recente overnamebod op het Texaanse energieconcern TXU, geïnitieerd door de Texas Pacific Group, KKR en Goldman Sachs, bedroeg maar liefst 45 miljard dollar en overtrof het pas sinds 7 februari staande record van 39 miljard dollar betaald in de overname van het Amerikaanse Equity Office Properties Trust.² 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. 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.³ In de eerste plaats betreft dit een imagoprobleem. Dit

De auteur is verbonden aan de Stern School of Business van New York University. Contactinformatie: Stern School of Business, Department of Finance, Kaufman Management Center, 44 W. 4th Street, Suite 9-190, New York, NY 10012, USA. E-mail: aschmeit@stern.nyu.edu. De auteur is de redactie erkentelijk voor commentaar op een eerdere versie van het artikel.

is op zich niets nieuws. Ook in de buy out- en overnamegolf in de jaren tachtig 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.⁴ Private equity fondsen zijn in antwoord op recente kritiek een publiciteitsoffensief begonnen waarin de voordelen van private-equitytransacties voor het collectief van de stakeholders in de betrokken ondernemingen (naast het management en vermogensverschaffers betreft dit werknemers, consumenten, enzovoort), de werkgelegenheid, economische groei en zelfs het milieu worden benadrukt.⁵

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 tachtig, 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 de ontmanteling van inefficiënt opererende conglomeraten. In de huidige situatie staat het management in het algemeen minder afwijzend tegenover *goingprivate* transacties, en is ze steeds vaker een deelnemende partij via management buy-outs (MBO's).⁶ 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 buy-outtransacties, de toenemende mate van vreemd vermogensfinanciering en de gewijzigde concurrentieverhoudingen in de private equity markt, is dat de ruimte voor belangenconflicten in buy-outs mogelijk verder is toegenomen ten opzichte van de jaren tachtig. 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 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 breed-verbreid 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.⁷ 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 ondernemingsspecifieke investeringen ex ante (zie Burkart, Gromb en Panunzi, 1997). Dat wil zeggen, ofschoon een monitoringrol 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.⁸ Dit roept uiteraard de vraag op wat de optimale aandeelhoudersstructuur 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 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).⁹

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.¹⁰

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 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 LBO's in de jaren tachtig 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.¹¹

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 eigen aandelen, het achterwege laten van strategische investeringen, het plotseling toch afstoten van bepaalde bedrijfsactiviteiten, enzovoort.¹² Zulke

entrenchment motieven kunnen de belangen van het collectief van aandeelhouders op de lange termijn schaden.¹³

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.

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 tachtig 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).¹⁴

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 dollar aan gouden handdrukken toekenden in antwoord op Vodafone AirTouch's overnamebod. Esser ontving hiervan 30 miljoen dollar na het opgeven van zijn verzet tegen de overname.¹⁵ 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.¹⁶

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.¹⁷ De prijs geboden in een buyout transactie kan hierdoor kunstmatig laag worden gehouden.¹⁸ 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.

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 afweten 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.¹⁹ 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.

Een recent Amerikaans voorbeeld is de buy-out van het satellietbedrijf Intelsat Global Services, waar verschillende private equity partijen in 2005 binnen een jaar 576 miljoen dollar aan fees en dividenden accumuleerden op een totaal overnamebedrag van 513 miljoen dollar, dit ondanks het feit dat de onderneming 325 miljoen dollar verlies boekte en haar schuldenlast was toegenomen tot bijna 5 miljard dollar (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 dollar 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 tachtig, 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 langeretermijnbelang in de onderneming houden.²⁰ Desalniettemin is het feit dat buyout-finan-

ciering door zowel banken als ook in de junkbondmarkt in de recente LBO-golf gepaard lijkt te gaan met steeds minder stringente clausules 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 vreemdvermogensverschaffers 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 interestpercentages, waardoor ondernemingen mogelijk (nog) grotere hoeveelheden vreemd vermogen aantrekken.²¹

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 presterende ondernemingen om te reorganiseren, kan resulteren in het versneld doorvoeren van veranderingen die alle betrokken stakeholders – inclusief de werknemers – bevoordelen. Private equity fondsen kunnen als relatieve outsiders in de buy-outonderhandelingen vaak ook beter concessies afdwingen van betrokken stakeholders en daarmee impasses doorbreken die interne herstructureringen in de weg staan.²² Desalniettemin kunnen buy-outtransacties 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 kortetermijnfocus en gepaard kan gaan met het opbreken van de onderneming, grootschalige kostenbesparingen en massa-ontslagen. 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 ondernemingsspecifieke risico's.

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 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 buyout kandidaten, 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 kortetermijnfocus.

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 buy-out transacties in een groot aantal ongerelateerde 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 buy-out 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 preferentiële toegang tot informatie uitbuiten

en minderheidsaandeelhouders overvallen met een bod.²³

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.²⁴

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.²⁵ 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*.²⁶

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.²⁷ 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 aantoont, 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 hun 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.

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 clausules die het aantrekken van additioneel vreemd vermogen of het verkopen van activa ten behoeve van uitbetalingen aan aandeelhouders beperken.²⁸ Dit vraagt om maatregelen om deze 'no strings attached'-financiering te vervangen door het opnemen van meer restrictieve clausules.

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 LBO's en MBO's 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 fondsmanagers 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 buy-outtransacties een hogere prijs voor aandeelhouders af te dwingen. De bescherming van vreemd vermogensverschaffers kan voorts worden verbeterd door het verscherpen van restrictieve clausules 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 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 tachtig tegelijkertijd kunnen worden voorkomen. Hiervan profiteren uiteindelijk alle bij de onderneming betrokken stakeholders. ■

Literatuur

- 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, 356-393.
- Boot, A., J. Macey en A. Schmeits (2006), Towards a new theory of corporate governance: objectivity versus proximity, Working paper, Universiteit van Amsterdam.
- 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, Working paper, National Bureau of Economic Research.
- 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, Working paper, New York University.
- 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, Working paper, University of Chicago.
- 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.
- Thomson Datastream (2006), Thomson Financial database, www.datastream.net.
- Venture Economics (2006), Thomson Financial database, www.thomson.com.
- 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.

Noten

- 1 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 capitalfondsen als LBO-fondsen gedurende de periode 1981-2000 hoger waren dan het rendement op de S&P 500-index.
- 2 Het oude record vóór deze transactie was 33 miljard dollar, 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 dollar gefinancierd kunnen worden (zie Business Week, 2006).
- 3 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 Financial Service Authority, 2006). Ook in Nederland speelt deze discussie nu volop en er vonden op 11 april hoorzittingen plaats in de Tweede Kamer.
- 4 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.
- 5 Zie The Economist (2007b). Een van de condities voor de overname van TXU was dat de onderneming plannen voor de bouw van acht nieuwe steenkoolcentrales schrapte 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.
- 6 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).
- 7 Het free-riderprobleem 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 monitoringrol 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.

- 8 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).
- 9 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 buyouttransacties, hetgeen kan leiden tot verbeterde incentives op lagere niveaus dan het topmanagement.
- 10 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 buyout kandidaten – gevestigde cash-rijke ondernemingen in verzadigde markten – maar kan problematisch zijn voor op groei georiënteerde ondernemingen.
- 11 Zie bijvoorbeeld Stein (1988), Wruck en Barry (1989) en Kaplan en Stein (1990). Zo blijkt bijvoorbeeld dat ondernemingen in de jaren tachtig na leveraged recapitalisaties en LBO's 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.
- 12 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).
- 13 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/of ondernemingen dit probleem niet door communicatie met investeerders kunnen voorkomen.
- 14 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 aandeel na de MBO doet echter vermoeden dat het management mogelijk meer opportunistisch heeft gehandeld.

- 15 Ook in andere telecomovernames aan het eind van de jaren negentig werden grote sommen geld aan managers van overnamekandidaten betaald. Sam Ginn, de CEO van AirTouch ontving 150 miljoen dollar na de overname van het bedrijf door Vodafone, en Hans Snook, CEO van Orange, ontving 70 miljoen dollar 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 dollar.
- 16 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.
- 17 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.
- 18 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.
- 19 Volgens Standard & Poor's LCD database hebben banken ondernemingen sinds 2003 71 miljard dollar geleend voor het uitkeren van dividenden aan private equity partijen, in vergelijking met 10 miljard dollar gedurende de periode 1997-2003. Deze bedragen moeten worden toegevoegd aan de hoeveelheid vreemd vermogen aangehouden 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).
- 20 In een recent working paper laten Cao and Lerner (2006) op basis van het meten van de performance van IPO's 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.
- 21 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 dollar. Recentelijk hebben vreemd vermogensverschaffers geprobeerd zich tegen dit probleem te beschermen middels 'change of control'-clausules. 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).
- 22 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.
- 23 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).
- 24 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.
- 25 Ook in het geval van Versatel lag het overnamebod beneden de beurskoers van het aandeel. Omdat het bod geconditioneerd was op aanmelding van 95 procent 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.
- 26 In een Dutch auction betaalt de winnende bidder een prijs die gelijk is aan het op één na hoogste (ofwel het beste verliezende) bod. Naast het feit dat een dergelijke 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.
- 27 Het winnende bod van 11,6 miljard dollar door het Saudische bedrijf Sabic 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.
- 28 Rating agencies hebben hierbij wellicht een rol om vreemd vermogensverschaffers op dit gevaar te wijzen.