

Private-equityfondsen en publiek-naar-privaat transacties

Jana Fidrmuc, Peter Roosenboom en Dick van Dijk

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-equityhuis (private equity buy-outs) met beursfondsen die worden opgekocht door het zittende management (management buy-outs). Onze resultaten tonen dat private-equityfondsen 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 buy-outs de beurs verlaten. De voordelen van een beursnotering voor ondernemingen die door een private-equityfonds worden uitgekocht zijn hiermee ogenschijnlijk groter dan voor de ondernemingen waarvan de aandeelhouders door de ondernemingsleiding worden uitgekocht via een management buy-out.

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-governancecodes en de invoering van IFRS.

Een toenemend aantal ondernemingen verlaat de beurs door overnames door durfkapitalisten (*private-equityfondsen*). 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 dollar 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 de overnames grotendeels met goedkope leningen worden gefinancierd. Zakenbank Morgan Stanley schat het in de nabije toekomst nog door private-equityfondsen te besteden bedrag op 1600 miljard dollar (Het Financieele Dagblad, 28 december 2006).

De rol van private-equityfondsen is gewijzigd ten opzichte van de jaren tachtig 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 kortetermijnwinstvoorspellingen 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.

Dr. J. Fidrmuc is universitair docent Ondernemingsfinanciering aan de Warwick Business School.

Dr. P. Roosenboom is universitair hoofddocent Ondernemingsfinanciering aan RSM Erasmus University.

Prof. dr. D. van Dijk is hoogleraar Econometrie en verbonden aan het Econometrisch Instituut van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

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-equityfondsen worden opgekocht via een *private equity buy-out* met die van ondernemingen die van de beurs verdwijnen doordat de ondernemingsleiding de aandeelhouders uitkoopt via een *management buy-out*. 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-equityfondsen 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 pond in 1996 tot meer dan 7 miljard pond 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 bidders (waaronder private-equityfondsen) aan banden legt (International Herald Tribune, 24 augustus 2006). Bovendien hebben beide landen vergelijkbare corporate-governancecodes 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-equityfondsen.

Wij vinden dat private-equityfondsen 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 buy-outs de beurs verlaten. In vergelijking tot management buy-outs genereren de private equity buy-outs 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 buy-out de beurs verlaten, zijn

hiermee ogenschijnlijk groter dan voor de ondernemingen waarvan de aandeelhouders door de ondernemingsleiding worden uitgekocht via een management buy-out.

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 buy-outs en management buy-outs plaatsvinden om verschillende redenen en dat ze ieder unieke karakteristieken hebben. De bestaande literatuur richt zich veelal op management buy-outs en gaat niet nader in op overnames door private-equityfondsen. Wij bespreken vier mogelijke redenen die in de literatuur worden aangedragen voor management buy-outs, maar welke volgens ons niet of minder van toepassing zijn op private equity buy-outs.

2.1 Onderwaardering

Maupin, et al. (1984) tonen aan dat begin jaren tachtig onderwaardering de belangrijkste reden was voor Amerikaanse managers om aandeelhouders uit te kopen via een management buy-out. Onderwaardering is ook vandaag de dag in de media een 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-equityfondsen 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-equityfondsen 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-equityfonds (Smit en DeMaeseneire, 2005). Private-equityfondsen 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 buy-out.

Private-equityfondsen zijn vaak niet geïnteresseerd in incurante beursfondsen. Amit, et al. (1998) tonen aan dat private-equityfondsen 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-kasstroomhypothese 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 Poulsen (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 buy-outs worden gekenmerkt door de aanwezigheid van onbenutte groeimogelijkheden en een lage hoeveelheid kasmiddelen (Gompers en Lerner, 2001). De private equity buy-outs beschikken doorgaans niet over voldoende mogelijkheden om via de beurs geld aan te trekken om deze groeimogelijkheden te realiseren. Private equity buy-outs 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 buy-out 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-equityfonds te hoeven dulden. De hoeveelheid kasmiddelen zal daarom de kans op een management buy-out vergroten maar niet die op een private equity buy-out.

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 buy-out met geleend geld te financieren, kunnen de managers een (gedeelte van) hun aandelen in de onderneming verkopen en tegelijker-

tijd 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-equityfonds.

Private-equityfondsen 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-equityfonds te verkopen. Nadat de steun van de bestaande grootaandeelhouders is verworven, worden de resterende aandelen door het private-equityfonds tegen dezelfde prijs van de overige aandeelhouders opgekocht. Institutionele aandeelhouders spelen een belangrijke rol bij private equity buy-outs. 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-equityhuis te verkopen en een premie boven de vigerende beurskoers te incasseren. Wij verwachten daarom dat de kans op een private equity buy-out 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 Buy-out 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-equityfondsen betrokken zijn bij de publiek-naar-privaat transactie en of de transactie kan worden aangemerkt als een private equity buy-out.¹ Private-equityfondsen 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 buy-out. 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-equityfondsen 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 buy-outs, 69 management buy-outs 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 buy-outs en management buy-outs 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-en-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 buy-outs, management buy-outs en overige categorie, respectievelijk. Alle variabelen zijn afgekapt op het eerste en 99ste percentiel behalve de eigendomsstructuur en incourantehandelvariabele. 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 buy-outs en management buy-outs te behandelen.

Tabel 1 Definities van variabelen

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

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

We beperken ons hier tot het noemen van de verschillen die statistisch significant zijn voor zowel de gemiddelde als de mediaanwaarden.

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 marktwaaarde 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 buy-outs en management buy-outs kijken, valt op dat de private equity buy-outs gekenmerkt worden door significant minder aandelenbezit door mana-

Tabel 2 Vergelijking tussen de verschillende typen publiek-naar-privaat transacties**Panel A: Gemiddelde waarden**

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
Balanstotaal	692,4	202,8	223,3	100,8	300,8	0,000
Totaal vreemd vermogen	0,199	0,206	0,190	0,213	0,223	0,303
Rendement op totaal vermogen	-0,019	0,002	0,031	-0,019	-0,020	0,103
Standaarddeviatie van rendementen	15,38	15,34	15,50	15,46	14,90	0,443
Kasmiddelen	0,132	0,114	0,085	0,140	0,130	0,069
Vrije kasstroom	-0,084	-0,036	0,033	-0,130	-0,029	0,117
Omzetgroei	0,154	0,109	0,129	0,126	0,053	0,021
Investerings	0,063	0,079	0,026	0,095	0,149	0,225
Dividend payout-ratio	0,188	0,195	0,286	0,190	0,045	0,417
Belastingen	0,020	0,022	0,022	0,019	0,026	0,214
Aandelen gehouden door						
• Management	0,088	0,121	0,098	0,198	0,060	0,006
• Commissarissen	0,032	0,029	0,026	0,039	0,020	0,215
• Financiële instellingen	0,187	0,243	0,302	0,170	0,237	0,000
• Industriële ondernemingen	0,030	0,034	0,020	0,024	0,072	0,287
• Individuele beleggers	0,124	0,139	0,072	0,165	0,218	0,141
Herfindahl index	0,076	0,106	0,078	0,114	0,143	0,000
Incourante aandelen	0,530	0,633	0,566	0,733	0,618	0,000
Mate waarin onderneming wordt gevolgd door analisten	3,028	2,651	3,122	1,913	2,811	0,011
Marktwaaarde tot boekwaarde- ratio	1,528	0,879	1,050	0,702	0,818	0,000
Overnamegeruchten	0,322	0,642	0,778	0,493	0,604	0,000
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 afgekapt op het eerste en 99ste percentiel.

gers, significant hoger aandelenbezit door financiële instellingen en een lagere concentratie van eigendom. Daarnaast zijn de private equity buy-outs groter dan de management buy-outs, zijn ze meer winstgevend en keren ze meer dividend uit. Meer analisten volgen de private equity buy-outs en hun aandelen worden meer frequent verhandeld. De verhouding van de marktwaaarde tot de boekwaarde van de activa is hoger voor de private equity buy-outs in vergelijking tot de management buy-outs. Dit suggereert dat private equity buy-outs minder last hebben van onderwaardering dan management buy-outs.

Tot slot berekenen we de vrije-kasstroomvariabele gebruikt door Lehn en Poulson (1989). We vinden dat private equity buy-outs 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 zozeer de vrije kasstroom meet. De door Lehn en Poulson (1989) gebruikte kasstroom-maatstaf is in onze steekproef inderdaad hoog gecorreleerd met de winstgevendheid van de onderneming. In deze bijdrage geven wij daarom de voorkeur aan

Private equity buyouts versus management buyouts	Private equity buyouts versus overige	Management buyouts versus overige
0,008	0,211	0,013
0,210	0,157	0,396
0,087	0,055	0,490
0,479	0,203	0,246
0,017	0,051	0,389
0,054	0,119	0,179
0,475	0,046	0,093
0,046	0,028	0,225
0,060	0,005	0,066
0,293	0,235	0,144
0,001	0,080	0,000
0,122	0,241	0,044
0,000	0,039	0,030
0,345	0,004	0,008
0,000	0,000	0,094
0,008	0,004	0,132
0,000	0,074	0,001
0,000	0,215	0,012
0,000	0,01	0,052
0,041	0,151	0,227

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 buy-outs over minder kasmiddelen kunnen beschikken dan management buy-outs. Dit suggereert dat vrije kasstromen weliswaar mogelijk management buy-outs kunnen verklaren, maar van minder belang zijn bij private equity buy-outs.

3.3 Methodologie

We gebruiken een multinomiaal logistische regressie (MNLR)-model om te toetsen of de private equity buy-outs en management buy-outs 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 oververtegenwoordigd. 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 buy-out en management buy-out 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 buy-outs en management buy-outs significant van elkaar verschillen, voeren we een *likelihood-ratiotest* 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, functioneren hierbij als controlegroep. Tabel 3 toont de regressiecoëfficiënten voor de private equity buy-outs, management buy-outs 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-ratiotest. 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 buy-outs en management buy-outs. De voorlaatste regel toont de p-waarden voor de likelihood-ratiotest 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.

Vervolg Tabel 2 Vergelijking tussen de verschillende typen publiek-naar-privaat transacties**Panel B: Mediaan waarden**

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 U-test
						Beursfondsen versus publiek-naar-privaat transacties
Balanstotaal	67,01	65,18	66,50	51,05	125,3	0,488
Totaal vreemd vermogen	0,173	0,177	0,172	0,170	0,187	0,493
Rendement op totaal vermogen	0,044	0,038	0,057	0,038	0,020	0,349
Standaarddeviatie van rendementen	14,54	14,42	14,62	14,64	13,90	0,369
Kasmiddelen	0,070	0,050	0,045	0,076	0,039	0,030
Vrije kasstroom	0,048	0,041	0,050	0,029	0,046	0,082
Omzetgroei	0,071	0,048	0,052	0,028	0,041	0,013
Investerings	0,027	0,025	0,024	0,022	0,030	0,215
Dividend payout-ratio	0,180	0,207	0,235	0,208	0,167	0,091
Belastingen	0,015	0,013	0,018	0,013	0,008	0,236
Aandelen gehouden door						
• Management	0,015	0,027	0,02	0,122	0,009	0,001
• Commissarissen	0,002	0,001	0,001	0,004	0,002	0,491
• Financiële instellingen	0,151	0,221	0,306	0,112	0,189	0,000
• Industriële ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,423
• Individuele beleggers	0,055	0,064	0,031	0,111	0,110	0,227
Herfindahl index	0,047	0,065	0,05	0,092	0,088	0,000
Incourante aandelen	0,571	0,663	0,598	0,750	0,663	0,000
Mate waarin de onderneming wordt gevolgd door analisten	2,000	2,000	3,000	1,000	2,000	0,036
Marktwaaarde tot boekwaarde- ratio	1,013	0,764	0,830	0,670	0,769	0,000
Overnamegeruchten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
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 afgekapt op het eerste en 99ste percentiel.

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 buy-out of management buy-out) onafhankelijk gemaakt wordt. Dit impliceert dat de keuze om de onderneming van de beurs te halen en de keuze voor een private equity buy-out of management buy-out

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.

4.1 Onderwaardering

Wij betogen dat onderwaardering een minder belangrijke rol speelt bij private equity buy-outs in vergelijking tot management buy-outs. Private-equityhuizen zijn naast onderwaardering ook op zoek naar andere bronnen van waardecreatie in de ondernemingen die ze overnemen. De resultaten in tabel 3 ondersteunen

Private equity buyouts versus management buyouts	Private equity buyouts versus overige	Management buyouts versus overige
0,015	0,123	0,001
0,399	0,293	0,385
0,002	0,000	0,054
0,288	0,084	0,255
0,060	0,407	0,164
0,045	0,242	0,248
0,238	0,049	0,155
0,241	0,141	0,401
0,083	0,018	0,193
0,151	0,218	0,478
0,000	0,002	0,000
0,085	0,406	0,105
0,000	0,024	0,054
0,304	0,006	0,023
0,000	0,001	0,349
0,000	0,001	0,493
0,000	0,013	0,002
0,000	0,146	0,005
0,000	0,040	0,058
0,107	0,430	0,160

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 buy-outs is hoger dan voor de management buy-outs. Dit suggereert dat onderwaardering voor de management buy-outs een meer belangrijke reden

is om de onderneming van de beurs te halen dan voor de private equity buy-outs.

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-equityhuizen zijn echter meer geïnteresseerd in courante aandelen die gevolgd worden door analisten, omdat het de informatie-asymmetrie met de ondernemingsleiding verkleint en het hun selectiekosten vermindert. Tabel 3 toont aan dat incurante handel in de aandelen de kans op een management buy-out vergroot, maar niet die op een private equity buy-out. 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 buy-out maar niet op een private equity buy-out.

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 buy-out. Dit is inconsistent met het argument dat management buy-outs 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 buy-outs en niet significant voor de private equity buy-outs indien de variabele incurante handel niet langer wordt opgenomen in het regressiemodel.

4.3 Aanwezigheid vrije kasstromen

De vrije-kasstroomhypothese 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 groei-vooruitzichten. Een ander voordeel van het aantrekken van vreemd vermogen ter financiering van de publiek-naar-privaat transactie is dat de te betalen winstbelas-

Tabel 3 Regressieresultaten

	Private equity buyouts		Management buyouts		Overige transacties	
	Coëfficiënt	Standaardfout	Coëfficiënt	Standaardfout	Coëfficiënt	Standaardfout
Kasmiddelen	-2,324	(1,150)**	1,589	(0,854)*	1,445	(0,958)
Omzetgroei	0,010	-(0,360)	0,282	(0,368)	-1,085	(0,695)
Dividend payout-ratio	0,565	(0,293)*	0,172	(0,340)	-0,585	(0,256)**
Belastingen	5,668	(4,600)	12,06	(5,030)**	15,715	(4,743)***
Aandelenbezit management	2,044	(0,805)**	2,676	(0,692)***	-1,608	(1,393)
Aandelenbezit Financiële instellingen	3,247	(0,618)***	-0,170	(0,812)	0,094	(0,830)
Incourante aandelen	0,268	(0,800)	4,713	(0,951)***	3,075	(1,000)***
Mate waarin de onderneming wordt gevolgd door analisten	0,009	(0,050)	-0,134	(0,070)*	0,027	(0,062)
Marktwarde tot boekwarde ratio	-0,293	(0,170)*	-0,887	(0,243)***	-0,512	(0,233)**
Overnamegeruchten	0,414	(0,099)***	0,440	(0,138)***	0,321	(0,135)**
Balanstotaal	-0,017	(0,122)	0,301	(0,140)**	0,278	(0,146)*
Totaal vreemd vermogen	-1,034	(0,825)	0,718	(0,796)	1,400	(0,868)
Rendement op totaal vermogen	1,530	(1,046)	0,419	(0,779)	-0,216	(0,806)
Standaarddeviatie van rendementen	0,079	(0,033)**	0,045	(0,034)	-0,012	(0,041)
Likelihood ratio test of alle coëfficiënt van elkaar verschillen	0,000		0,000		0,000	
Test voor onafhankelijkheid van irrelevante alternatieven	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 en 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 toetst 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.

ting lager wordt. Wij stellen dat private-equityfondsen 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-pay-outratio* en de belastingdruk meten. De resultaten in tabel 3 tonen dat de hoeveelheid kasmiddelen de kans op een management buy-out vergroot, maar de kans op een private equity buy-out verkleint. Management buy-outs dienen mogelijk om de vrije kasstroom te verminderen, maar dat gaat niet op voor de private equity buy-outs. De omzetgroei is geen

significante determinant van de kans op een publiek-naar-privaat transactie.

De dividend-pay-outratio is opgenomen als verklarende variabele in ons model omdat het dividendbeleid van de onderneming nauw verband houdt met de vrije-kasstroomhypothese. Als de onderneming een hoger percentage van haar winst als dividend uitkeert, wordt op die manier het vrije-kasstroomprobleem gemitigeerd. De dividend-pay-outratio vergroot de kans op een private equity buy-out. In combinatie met de bevinding dat private equity buy-outs doorgaans over minder kasmiddelen beschikken dan de controlegroep toont aan dat de private equity buy-outs minder onder-

p-waarde van de likelihood ratio test

Private equity buyouts versus management buyouts	Private equity buyouts versus overige	Management buyouts versus overige
0,004	0,009	0,906
0,586	0,128	0,054
0,372	0,003	0,058
0,330	0,114	0,573
0,528	0,013	0,001
0,000	0,001	0,814
0,000	0,026	0,213
0,079	0,814	0,071
0,038	0,431	0,251
0,865	0,537	0,513
0,078	0,114	0,908
0,113	0,038	0,543
0,375	0,176	0,564
0,463	0,074	0,260
0,000	0,000	0,000

hevig zijn aan problemen met de vrije kasstroom. De belastingdruk vergroot de kans op een management buy-out. Belastingen zijn echter niet specifiek voor het vrije-kasstroomargument 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-equityhuizen 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 buy-out 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 buy-out. Dit suggereert dat private-equityfondsen 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 buy-out vergroot door hoger aandelenbezit in handen van institutionele beleggers, terwijl de kans op een management buy-out 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 buy-out. De standaarddeviatie van de rendementen heeft een positieve invloed op de kans op een private equity buy-out. De overige twee controlevariabelen zijn ook hier insignificant.

5 Conclusies

In deze bijdrage stellen wij dat de recente betrokkenheid van private-equityfondsen 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 buy-outs andere kenmerken bezitten dan de management buy-outs die doorgaans in de literatuur worden bestudeerd. De private equity buy-outs kennen minder onderwaardering in vergelijking tot de management buy-outs. Daarnaast beschikken private equity buy-outs over minder kasmiddelen dan management buy-outs in het jaar voorafgaand aan de publiek-naar-privaat transactie en keren ze een hoger dividend uit. De vrije-kasstroomhypothese van Jensen (1986) is daarom meer van toepassing op de management buy-outs dan op de private equity buy-outs. Tevens bestaat er meer aandacht onder beleggers en beursanalisten voor de aandelen van ondernemingen die via een private equity buy-out de beurs verlaten. Tot slot worden de private equity buy-outs en management buy-outs gekenmerkt door hoger aandelenbezit van managers in vergelijking tot de controlegroep van ondernemingen die beursgenoteerd blijven. De private equity buy-outs kennen een

hoger aandelenbezit in handen van institutionele beleggers in vergelijking tot de management buy-outs. 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 buy-out de beurs verlaten ogenschijnlijk groter zijn dan voor de ondernemingen waarvan de aandeelhouders door de ondernemingsleiding worden uitgekocht via een management buy-out. De private equity buy-outs 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-equityfondsen 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 buy-outs, *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 buy-outs, *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 buy-outs, *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 Buy-outs: 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 buy-outs, *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 buy-out 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.

Noten

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