

Hedgefondsen en Private Equity in Nederland

Prof. dr. A. de Jong

Dr. P. J.G. Roosenboom

Prof. dr. M.J.C.M. Verbeek

Drs. P. Verwijmeren

RSM



ERASMUS
UNIVERSITY



Hedgefondsen en Private Equity in Nederland

Prof. dr. A. de Jong

Dr. P. J. G. Roosenboom

Prof. dr. M. J. C. M. Verbeek

Drs. P. Verwijmeren

**RSM Erasmus University
Rotterdam**

Oktober 2007

Dit rapport is door de auteurs samengesteld in opdracht van het Ministerie van Financiën, in de periode juni-september 2007. De auteurs zijn de leden van de betrokken klankbordgroep erkentelijk voor hun commentaar en suggesties. Alle verantwoordelijkheid voor de tekst in dit rapport ligt bij de auteurs.

Productie: Océ Business Services, Universiteit Maastricht

OVER DE AUTEURS

Prof. dr. A. (Abe) de Jong is sinds 2006 hoogleraar ondernemingsfinanciering en *corporate governance* aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Hij is gespecialiseerd in onderzoek naar *corporate governance* en vermogensstructuurkeuze. Naast publicaties in wetenschappelijke tijdschriften over deze onderwerpen heeft hij een aantal rapportages verzorgd over *corporate governance* in Nederlandse beursondernemingen, onder andere voor het Ministerie van Financiën en de Monitoring Commissie Corporate Governance (Commissie Frijns).

Dr. P.G.J. (Peter) Roosenboom is universitair hoofddocent aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Hij is gespecialiseerd in onderzoek naar beursintroducties, private equity en *corporate governance* en heeft hierover gepubliceerd in o.a. het *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, de *Journal of Corporate Finance* en de *Journal of Management & Governance*. Hij is tevens betrokken geweest bij diverse rapportages over *corporate governance* in Nederlandse beursvennootschappen in opdracht van het Ministerie van Financiën en de Monitoring Commissie Corporate Governance (Commissie Frijns).

Prof. dr. M.J.C.M. (Marno) Verbeek is sinds 2000 hoogleraar ondernemingsfinanciering aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam en sinds september 2007 voorzitter van de vakgroep Financieel Management (RSM Erasmus University). Hij is gespecialiseerd in onderzoek naar beleggingsfondsen en hedgefondsen en heeft hierover gepubliceerd in onder andere het *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, de *Journal of Financial and Quantitative Analysis* en de *Journal of Banking and Finance*. In 2006 was hij een van de keynote speakers op de conferentie Hedge Funds: Creators of Risk?, georganiseerd door de Federal Reserve Bank of Atlanta (VS).

Drs. P. (Patrick) Verwijmeren is als assistent in opleiding verbonden aan Erasmus Universiteit Rotterdam en bereidt een proefschrift voor over de financieringskeuzes van ondernemingen.

RSM Erasmus University is de internationale *business school* van de Erasmus Universiteit Rotterdam. De opleidingen en onderzoek van RSM genieten nationaal en internationaal een uitstekende reputatie. De school is geaccrediteerd door diverse accreditatie-organisaties op het gebied van managementopleidingen (AMBA, EQUIS en AACSB). Tevens is het eigen onderzoeksinstituut ERIM geaccrediteerd door de Koninklijke Nederlandse Academie van Wetenschappen. Zie www.rsm.nl voor meer informatie.

INHOUDSOPGAVE

Over de auteurs	3
Samenvatting	7
1. Inleiding	11
2. Aanpak en methodologie	13
2.1. Hedgefondsen en private equity	13
2.2. Aanpak	14
3. Private equity	15
3.1. Inleiding	15
3.2. Private equity: Ontwikkelingen en waardecreatie	16
3.2.1. Private equity golven	16
3.2.2. Ontwikkeling van private equity in Nederland	18
3.2.3. Waardecreatie, desinvesteringen en private equity rendementen	26
3.3. <i>Venture capital</i>	31
3.4. <i>Buyouts</i>	31
3.4.1. Waarom gaan bedrijven van de beurs?	32
3.4.1.1. Onderwaardering	33
3.4.1.2. Beperkte aandacht voor het aandeel	33
3.4.1.3. Aanwezigheid vrije kasstromen	33
3.4.1.4. Diversificatie van aandelenbezit managers	34
3.4.2. Rendementen voor <i>pre-buyout</i> aandeelhouders	34
3.4.3. Rendementen voor <i>pre-buyout</i> obligatiehouders	35
3.4.4. Financiële prestaties na de <i>buyout</i>	36
3.4.5. Effecten van de <i>buyout</i> op de bedrijfsvoering	37
3.4.6. Terug naar de beurs	39
3.5. Beschrijving casussen	41
3.5.1. Public to private transacties	41
3.5.2. Pogingen tot overnames door private equity partijen	44
3.5.3. Aankopen van bedrijfsonderdelen door private equity partijen	44
4. Hedgefondsen	47
4.1. Inleiding	47
4.2. Kengetallen en beleggingsstrategieën	48
4.2.1. Korte historie	48
4.2.2. Databases: beschikbaarheid, representativiteit en nauwkeurigheid	49
4.2.3. Kengetallen	50
4.2.4. Wie belegt in hedgefondsen?	53
4.2.5. Liquidaties	53
4.2.6. Strategieën: wat doen hedgefondsen?	54
4.2.7. Activistische hedgefondsen	56
4.3. Micro-economische en macro-economische effecten van hedgefondsen	57
4.3.1. De toegevoegde waarde van hedgefondsen voor beleggers	58

4.3.1.1. Rendementen	58
4.3.1.2. Relatie met andere beleggingsklassen	58
4.3.1.3. Toegevoegde waarde?	59
4.3.2. De macro-economische effecten van hedgefondsen	61
4.3.3. De effecten van activistische hedgefondsen	62
4.4. Activiteiten van hedgefondsen in Nederland	64
4.4.1. Aandelenbezit door hedgefondsen in Nederlandse beursvennootschappen	64
4.4.2. Activiteiten van hedgefondsen, analyse van casussen	64
4.4.3. Activiteiten van hedgefondsen, vragenlijst onder beursvennootschappen	68
5. Samenvatting en conclusies	73
Literatuur	77
Appendices	85
Appendix A. Private equity casussen	85
I: Overnames door private equity partijen met een beursexit	85
II: Pogingen tot overnames	102
III: Overgenomen divisies door hedgefondsen en/of private equity partijen:	104
Appendix B. Hedgefonds casussen	117

SAMENVATTING

Dit rapport presenteert de resultaten van een inventariserend feitenonderzoek betreffende hedgefondsen en private equity, met specifieke aandacht voor de rol van dit type investeerders in Nederland.

Opzet

Het onderzoek is gebaseerd op een literatuurstudie, waarbij met name aandacht besteed wordt aan de recente wetenschappelijke literatuur over hedgefondsen en private equity en aan kengetallen afgeleid uit externe databronnen. Specifieke informatie met betrekking tot de activiteiten bij Nederlandse beursvennootschappen wordt geleverd door een beschrijving van een groot aantal casussen sinds 1985, waarin hedgefondsen als activistische aandeelhouder of private equity huizen als overnemende partij hebben opgetreden. Deze casussen hebben betrekking op Nederlandse beursondernemingen waarbij in de media melding is gemaakt van hedgefonds-activisme of een overname door een private equity-instelling. Tevens worden gegevens gepresenteerd uit de registers van de Autoriteit Financiële Markten, alsmede de resultaten van een enquête onder Nederlandse beursvennootschappen betreffende activisme van hedgefondsen.

Begrippen

Er zijn belangrijke verschillen tussen hedgefondsen en private equity. Deze verschillen liggen vooral in de activiteiten die deze twee groepen investeerders ontplooiën en niet zozeer in juridische definities of regelgevende aspecten. Private equity investeerders stellen risicodragend vermogen beschikbaar aan niet-beursgenoteerde vennootschappen. In bepaalde gevallen wordt private equity gebruikt om een bedrijfsonderdeel te verzelfstandigen of een bedrijf van de beurs te halen. Hedgefondsen zijn beleggingsfondsen, open voor een beperkte groep investeerders, die proberen in alle marktomstandigheden een goed rendement te halen. De beleggingsstrategieën die hiervoor ontwikkeld en gebruikt worden zijn zeer divers en maken onder meer gebruik van obligaties, aandelen, grondstoffen, valuta's en daarvan afgeleide producten, zoals opties, *futures* en *swaps*. Hedgefondsen die in aandelen beleggen van beursgenoteerde ondernemingen hebben niet als doel de onderneming over te nemen. Hoewel de verschillen tussen private equity en hedgefondsen duidelijk zijn, zijn er wel enkele trends waarneembaar die het onderscheid soms wat diffuus maken.

Kengetallen

De afgelopen twee decennia is de hedgefonds sector sterk gegroeid. Eind 2006 is wereldwijd naar schatting \$ 2000 miljard belegd via hedgefondsen. Dit is 10 tot 20% van het vermogen dat via reguliere beleggingsfondsen wordt belegd. Momenteel zijn naar schatting ruim 10.000 hedgefondsen actief. Hiervan treedt naar schatting 2 tot 5 % op als activistische aandeelhouder. Deze laatste fondsen beleggen in beursgenoteerde ondernemingen en proberen het beleid en/of de beurskoers te beïnvloeden. De meerderheid van de hedgefondsen is formeel niet in Europa gevestigd en een zeer klein aantal is gevestigd in Nederland.

Ook de private equity sector is wereldwijd sterk in omvang toegenomen. In Nederland werd in 1985 € 111,4 miljoen via private equity geïnvesteerd en in 2006 is dit gestegen tot bijna € 2,4 miljard. Niettemin bedraagt dit slechts zo'n 0,5% van het Nederlandse bruto binnenlands product. Aanvankelijk bestaat de Nederlandse markt voornamelijk uit groei- en expansiefinancieringen. In aantallen komen investeringen in bedrijven in de expansiefase in elk jaar sinds 1985 het meest voor. Deze bedrijven hebben geld nodig om verder te groeien. De golf aan *buyout*financieringen zoals die zich in de jaren tachtig in Amerika voordeed is grotendeels aan Nederland voorbij gegaan.

Vanaf 1996 worden *buyout*financieringen in Nederland belangrijker. Met name vanaf 2001 groeit de *buyout* markt snel, met name gedreven door een beperkt aantal grote transacties. In 2006 wordt € 1,85 miljard in *buyouts* geïnvesteerd wat 77,2 % van de totale private equity investeringen uitmaakt. Het merendeel van de *buyout* transacties in Nederland betreffen *buyouts* van kleine en middelgrote niet-beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-private*) vaak in samenwerking met het zittende management via een zogeheten management *buyout*. Het van de beurs halen van bedrijven (*public-to-private* transacties) door professionele private equity spelers komt in de periode januari 1985 tot en met juni 2007 slechts 13 keer voor. Mega *buyouts* zoals Vendex KBB en VNU komen in Nederland niet vaak voor. Dit segment wordt vrijwel uitsluitend bediend door Angelsaksische private equity investeerders, soms in samenwerking met een Nederlandse private equity speler.

Rol en effecten van hedgefondsen en private equity

Hedgefondsen en private equity vormen een belangrijke toevoeging aan een traditionele beleggingsportefeuille van aandelen en obligaties. Hierdoor wordt het mogelijk hogere verwachte rendementen te realiseren zonder toename van het risico. Om deze reden beleggen veel Nederlandse institutionele beleggers (met name pensioenfondsen) een (beperkt) deel van hun vermogen in hedgefondsen. Daarnaast vervullen hedgefondsen en private equity een nuttige rol bij het vergroten van de efficiëntie en de liquiditeit van financiële markten en zorgen ze voor innovatie op deze markten.

Hiertegenover staan zorgen over de mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit, vooral door de blootstelling van kredietverleners aan hedgefondsen en private equity, mede samenhangend met de beperkte mate van publieke transparantie van deze entiteiten. Vooralsnog geeft de wetenschappelijke literatuur geen eenduidig antwoord op de vraag in hoeverre hedgefondsen en private equity partijen de stabiliteit van financiële markten in positieve of negatieve zin beïnvloeden.

Volgens wetenschappelijke studies zijn de gevolgen voor doelwitondernemingen van activisme door hedgefondsen dat de kans op benoeming van een nieuwe voorzitter van de Raad van Bestuur toeneemt, de onderneming meer dividend uitkeert, en de boekhoudkundige rendementen licht verbeteren. Opgemerkt dient te worden dat slechts een klein aantal studies deze effecten heeft bestudeerd en dat de nadruk op publieke activiteiten ligt. De gevolgen voor de aandeelhouders van de doelwitondernemingen zijn op korte termijn positief.

Wat betreft de gevolgen van private equity kan met enige voorzichtigheid geconcludeerd worden dat de financiële prestaties na een *buyout* verbeteren. Er is enig bewijs dat private equity investeerders een positieve rol spelen bij het verbeteren van de winstgevendheid. Volgens wetenschappelijk onderzoek zijn de hernieuwde strategische focus van de onderneming en een beter gemotiveerd management belangrijke redenen voor de verbeterde prestaties.

De meeste wetenschappelijke studies laten zien dat de werkgelegenheid na een *buyout* niet vermindert. De macro-economische effecten van private equity op de werkgelegenheid zijn echter moeilijk vast te stellen. De productiviteit en innovatiekracht van de onderneming verbeteren na een *buyout*. Betrokkenheid van private equity investeerders speelt hierbij mogelijk een positieve rol. Eén studie vindt dat de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling worden na de *buyout* worden verminderd. Echter de meeste *buyout* ondernemingen zijn niet actief in onderzoeksintensieve sectoren zodat de invloed van *buyouts* op de totale uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling in de economie waarschijnlijk beperkt is. Door te financieren met te risicovolle leningen of met teveel vreemd vermogen kan de kans op faillissement worden vergroot.

Activiteiten van private equity investeerders in Nederland

In de onderzochte periode januari 1985 tot juli 2007 zijn in Nederland 13 beursgenoteerde bedrijven in z'n geheel door private equity investeerders overgenomen. In 38% van de gevallen komt het voorstel om het bedrijf van de beurs te halen van het management. Redenen om van de beurs te gaan zijn de hoge kosten verbonden aan een beursnotering, onbenutte groeimogelijkheden vanwege een ondergewaardeerde koers en beperkte mogelijkheden om via de beurs nieuw kapitaal aan te trekken. In 62% van de gevallen vindt de beursexit plaats op initiatief van de private equity investeerder. Veelal worden de plannen tot overname gesteund door het zittende management. Slechts in één geval heeft het bod niet de steun van het management. In de media valt weinig terug te vinden omtrent kritiek van ondernemingsraden en vakbonden. De Vereniging van Effectenbezitters uit regelmatig kritiek op de hoogte van het bod en de manier waarop minderheidsaandeelhouders worden uitgekocht. Er zijn vijf bedrijven (38%) waarbij onderdelen worden afgestoten na de beursexit. In één geval worden ontslagen aangekondigd.

In de onderzochte periode zijn daarnaast tien gevallen waarbij Nederlandse beursondernemingen bedrijfsonderdelen verkopen aan private equity investeerders. Acht van de tien verkopen vindt plaats op voorstel van het management. Er is meestal sprake van meerdere bidders. In de media valt verscheidene keren kritiek te vinden van vakbonden en ondernemingsraden. Ze maken bezwaar tegen mogelijk banenverlies en veranderingen in de werkomgeving. In drie gevallen (30%) zijn er aangekondigde ontslagen. In twee gevallen worden onderdelen van de divisie weer doorverkocht door de private equity investeerder.

Activiteiten van hedgefondsen in Nederland

In Nederland zijn in de periode vanaf 1985 tot 1 juli 2007 14 casussen gevonden waarin Nederlandse beursondernemingen publiekelijk actief worden benaderd door hedgefondsen. Alle gevallen hebben zich vanaf 2004 voorgedaan. De betrokken fondsen nemen een relatief klein aandelenbelang in de onderneming en werken vaak samen met andere hedgefondsen of andere aandeelhouders. De verzoeken van de hedgefondsen zijn divers. In 36% van de gevallen wordt verzocht om opsplitsing of verkoop. Andere verzoeken betreffen o.a. aanpassing van de governance structuur (14%) of invloed bij een aanstaande acquisitie (14%). In 21% van de gevallen vragen de fondsen niet op een bod tot overname in te gaan. Bij één casus wordt verzocht om een dividenduitkering. Ook de reactie van de vennootschap verschilt sterk, van coöperatief tot uitgesproken negatief. Als vakbonden of ondernemingsraden reageren op de activiteiten is dit, behoudens een enkele uitzondering, negatief. In 8 van de 14 casussen is uiteindelijk het verzoek van het hedgefonds geheel of gedeeltelijk ingewilligd, in vier gevallen afgewezen, en in twee gevallen is de uitkomst nog onbekend.

Naast publieke activiteiten zoeken hedgefondsen ook contact met vennootschappen zonder dat dit via persberichten en de media bekend wordt. Door middel van een enquête onder Nederlandse beursondernemingen is deze private benadering beschreven. In totaal hebben 46 ondernemingen een reactie gegeven. In 57% van de reacties is aangegeven dat de bestuurders geen weet hebben of een hedgefonds aandeelhouder is of de laatste drie jaren is geweest. De overige 20 ondernemingen (43%) hebben één of meer hedgefondsen als aandeelhouder (gehad); in totaal zijn 64 belangen vermeld. In het algemeen zijn de fondsen volgens de respondenten gevestigd in de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk en informeren de hedgefondsen de onderneming over hun aandelenbelang. Van de 64 belangen is in 26 gevallen (41%) sprake geweest van actieve benadering door het hedgefonds, welke in twee gevallen publiek is gemaakt. De verzoeken van de hedgefondsen hebben betrekking op uitkering aan aandeelhouders (15%), verkoop of opsplitsing (38%), invloed bij een voorgenomen overname (12%), aanpassing van de governance-structuur (8%) of een algemene strategiewijziging (35%). De ondernemingsleiding reageert meestal neutraal (62%) en in aantal gevallen uitgesproken positief (19%) of negatief (19%).

Beperkingen van het onderzoek

De bevindingen gepresenteerd in dit rapport zijn gebaseerd op gepubliceerde wetenschappelijke rapporten en artikelen, en gegevens afkomstig uit externe, grotendeels publiek beschikbare, bronnen. Dit levert noodzakelijkerwijs een aantal beperkingen op, die in dit rapport op de relevante plaatsen worden genoemd en besproken; voor de volledigheid geven we hier een kort overzicht.

Aangezien hedgefondsen vrijwillig rapporteren (of niet rapporteren) aan een of meerdere databases is een volledig beeld van de sector niet beschikbaar. Er is weinig te zeggen over fondsen die aan geen enkele database rapporteren (en dus in geen enkel wetenschappelijk onderzoek voorkomen).

Het wetenschappelijk onderzoek naar private equity richt zich grotendeels op de Verenigde Staten en/of de jaren tachtig van de vorige eeuw en hoeft daarmee niet geheel representatief te zijn voor de huidige Nederlandse situatie.

De analyse van de activiteiten van hedgefondsen in Nederland op basis van meldingen bij de AFM betreffen alleen belangen groter dan de laagste meldingsdrempel van 5%. De enquête onder Nederlandse beursondernemingen kent een respons van 35%. Het is voor ons niet na te gaan in hoeverre de deelnemende ondernemingen representatief zijn voor de gehele populatie.

De beschrijvingen van de casussen zijn gebaseerd op berichten zoals die in de media (met name Het Financieel Dagblad) zijn verschenen en op informatie op de websites van betrokken partijen. De private equity cases hebben alleen betrekking op *public-to-private* transacties omdat de recente media-aandacht naar deze transacties uitgaat. Deze *public-to-private* transacties zijn mogelijk niet geheel representatief voor de *buyouts* van kleine tot middelgrote niet-beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-privates*) die in Nederland de meerderheid van het aantal *buyout*financieringen uitmaken. Het is tevens belangrijk op te merken dat we ons hierbij alleen baseren op krantenartikelen en de betrokken partijen niet zelf om reacties hebben gevraagd.

Conclusie

In dit feitenonderzoek naar private equity en hedgefondsen is een beschrijving gegeven van de kenmerken van deze financiële partijen en zijn statistieken gepresenteerd waaruit het belang van deze partijen in de mondiale en Nederlandse economie blijkt. Aan de hand van een literatuurstudie is een breed scala aan effecten geschetst van private equity en hedgefondsen. Ten slotte is een beschrijving gegeven van de gevolgen van private equity en hedgefondsen voor Nederlandse beursondernemingen vanaf 1985. Uit de literatuurstudie en empirische analyse voor Nederland blijkt dat de private equity en hedgefonds sectoren in termen van strategie en effecten een hoge mate van heterogeniteit vertonen.

1 | INLEIDING

Hoewel hedgefondsen en private equity geen nieuw fenomeen zijn, is de aandacht voor deze investeerders de laatste jaren aanzienlijk toegenomen. Enerzijds is er aandacht voor de positieve bijdrage die hedgefondsen en private equity kunnen leveren aan de werking van financiële markten en economische groei. Anderzijds bestaat er een aantal zorgpunten rondom dit type investeerders.

De maatschappelijke discussie rondom deze zorgpunten kent verschillende aspecten, zoals de relatie met markt-misbruik (bijvoorbeeld handelen met voorkennis of koersmanipulatie) en de toenemende (indirecte) deelname van kleine, niet-professionele beleggers in hedgefondsen en het hieraan gekoppelde niveau van beleggers-bescherming. Ook zijn er zorgen over mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit door de blootstelling van systeemrelevante kredietverleners aan hedgefondsen en private equity-partijen. Met name aan deze potentiële systeemrisico's wordt internationaal - binnen Europa en de G7 - aandacht geschonken.

De maatschappelijke zorgen in Nederland bevinden zich vooral in de *corporate governance* sfeer. Tekenend hiervoor is de door sommigen gemaakte analogie van zowel hedgefondsen als private equity-partijen met 'sprinkhanen'. Vooral de wijze waarop enkele hedgefondsen omgaan met hun aandeelhoudersrechten staat volop in de belangstelling. Hierbij gaat het over de mate waarin het wenselijk is dat hedgefondsen als aandeelhouder zich zeer actief met het bestuur van de bedrijven bemoeien waarin ze investeren. Enerzijds is het toe te juichen dat aandeelhouders - waaronder hedgefondsen - actiever gebruik maken van hun rechten (zoals stemrecht en agenderingsrecht) als toezichthouder van bestuurders van ondernemingen. Anderzijds verdient aandacht hoe de wijze waarop hedgefondsen hun aandeelhoudersrechten uitoefenen zich verhoudt tot het belang van de onderneming als geheel, vaak ook bezien over een langere termijn. Aandachtpunten bij private equity in de *corporate governance* sfeer liggen vooral bij private equity-overnames van gevestigde ondernemingen - veelal middels een beursexit -, waarbij gebruik wordt gemaakt van een lening (*leveraged buyout*; LBO). Hierbij bestaan er onder meer zorgen ten aanzien van de financiering (omvang vreemd vermogen) en bijgevolg de financiële resultaten en werkgelegenheid van een onderneming na een overname.

De toegenomen maatschappelijke zorgen rondom hedgefondsen en private equity zijn deels gevoed door relatieve onbekendheid met dit type investeerders, maar deels ook door recente gebeurtenissen die bepaalde risico's hebben belicht. Standpunten ten aanzien van de maatschappelijke discussies rondom hedgefondsen en private equity dienen dan ook te worden gebaseerd op goed begrip van beide sectoren. Ook dient te worden bekeken in hoeverre recente gebeurtenissen, die negatief in het daglicht zijn komen te staan, eerder regel of uitzondering zijn.

Specifiek spelen bij het nadenken over de noodzaak tot eventuele reacties op deze maatschappelijke zorgen een aantal aandachtspunten. In de eerste plaats dient bij het vormen van een visie een goed onderscheid tussen beide type investeerders te worden gemaakt. Daarnaast dient oog te worden gehouden voor het internationale karakter van de problematiek. Tevens moet worden bekeken in hoeverre incidenten zorgpunten reflecteren die gelden voor gehele sectoren of slechts spelen bij een klein deel van alle spelers. Zo is het bijvoorbeeld interessant om te weten welk deel van alle hedgefondsen kan worden aangemerkt als activistische aandeelhouder. Tot slot hebben zowel hedgefondsen als private equity positieve effecten voor financiële markten en economische groei. Voorkomen moet worden dat 'het kind met het badwater wordt weggegooid' door maatregelen die deze positieve effecten te niet doen. In dit kader is het van belang om deze economische effecten goed in kaart te hebben.

Om een helder beeld te krijgen van de omvang van mogelijke zorgpunten en een goede grondslag voor visies ten aanzien van hedgefondsen en private equity te creëren, presenteert dit rapport een inventariserend feitenonderzoek waarin een aantal kenmerken rondom dit type investeerders in kaart wordt gebracht.

De onderzoeksvragen van dit rapport zijn de volgende. Wat is de (relatieve) omvang, samenstelling en aard van de hedgefonds- en private equity-sector? Wat zijn de macro-economische (BBP-groei en werkgelegenheid) en micro-economische (op het niveau van de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd) effecten van de hedgefonds- en private equity-sector?

Hoofdstuk 2 van dit rapport gaat in op de verschillen tussen hedgefondsen en private equity en beschrijft de gekozen aanpak. Daarna gaat Hoofdstuk 3 verder in op private equity en de rol van private equity in Nederland, waarna Hoofdstuk 4 dieper ingaat op hedgefondsen. Hoofdstuk 5 bevat conclusies en een samenvatting van de belangrijkste bevindingen.

2 | AANPAK EN METHODOLOGIE

Hoewel hedgefondsen en private equity vaak in één adem genoemd worden, zijn er belangrijke verschillen tussen deze groepen investeerders. In dit rapport worden hedgefondsen en private equity apart besproken. In dit hoofdstuk zullen we eerst dieper ingaan op de verschillen en overeenkomsten tussen private equity en hedgefondsen. Vervolgens bespreken we de opbouw van dit rapport en de gebruikte methodologie.

2.1 Hedgefondsen en private equity

Private equity is een verzamelnaam voor investeerders die risicodragend vermogen ter beschikking stellen aan *niet-beursgenoteerde* vennootschappen. Private equity wordt gebruikt voor de financiering van de groei van een niet-beursgenoteerde onderneming, verzelfstandiging van een bedrijf of bedrijfsonderdeel (*buyout*), voortzetting van een bedrijf met nieuwe aandeelhouders (*buyin*), overbruggingsfinanciering, het van de beurs halen van een bedrijf (*public-to-private*), herstructurering (*turnaround*) en het financieren van startende ondernemingen (durfkapitaal ofwel *venture capital*). In ruil voor haar investering ontvangt de private equity investeerder een aandelenbelang in de onderneming. Daarnaast is veelal sprake van een participatiecontract waarbij bij het verstrekken van financiering de onderneming zich bijvoorbeeld verplicht tot een bepaald dividendbeleid, bepaalde arbeidsvoorwaarden voor de directie of een anti-verwateringsclausule bij de uitgifte van nieuwe aandelen.

Hedgefondsen vormen een bijzondere categorie van beleggingsfondsen. In een hedgefonds wordt het vermogen van een beperkt aantal institutionele beleggers of vermogende particulieren samengebracht met als doel een hoog beleggingsrendement te behalen, min of meer onafhankelijk van algemene marktontwikkelingen. Mede door hun juridische organisatievorm kennen hedgefondsen weinig beperkingen in de activa die ze aanhouden en de posities die ze innemen. Zo maken hedgefondsen uitgebreid gebruik van de hefboomwerking door *short* posities in te nemen (verkoop van een aandeel dat niet in bezit is) en door het gebruik van opties of andere derivaten. Op deze manier kunnen beleggingsstrategieën worden ontwikkeld die ook van koersdalingen kunnen profiteren. De meeste hedgefondsen hebben zich gespecialiseerd in bepaalde markten of bepaalde strategieën. Door het gebruik van de hefboomwerking kunnen relatief kleine winsten op een bepaalde positie uiteindelijk grote vermogenswinsten opleveren. In vergelijking met gewone beleggingsfondsen voeren hedgefondsen gemiddeld genomen een actiever beleggingsbeleid, waarbij het risico grotendeels onafhankelijk is van de ontwikkeling van algemene marktontwikkelingen (zoals koersschommelingen van belangrijke aandelenindices). In deze zin probeert een hedgefonds bepaalde risico's af te dekken (hetgeen de term *hedge* verklaart). De meeste hedgefondsen kennen een absolute rendementsdoelstelling, bijv. van 10 of 15% op jaarbasis, onafhankelijk van de ontwikkelingen op bijvoorbeeld de AEX of Dow-Jones index.

Zowel hedgefondsen als private equity-huizen kennen (in de meeste landen) weinig regulering. Beiden werken met geleend geld om posities in te nemen. Private equity partijen investeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen (of beurs-genoteerde ondernemingen die geheel of gedeeltelijk van de beurs gehaald worden), terwijl hedgefondsen een grote diversiteit aan beleggingen kennen (onder andere aandelen, valuta, obligaties, opties en termijncontracten). Beleggers in private equity leggen hun kapitaal vaak jarenlang vast (soms tot wel 15 jaar), terwijl beleggingen in hedgefondsen, ondanks de nodige beperkingen, vaak sneller opvraagbaar zijn. Slechts een klein deel van de hedgefondsen treedt op als activistische belegger, echter nooit met als doel het beheer van de onderneming over te nemen. Zij zoeken de confrontatie met het management van de onderneming, in een poging het beleid van de onderneming te beïnvloeden. Private equity-huizen zoeken juist de samenwerking met het management. Farschtschian (2006) karakteriseert het verschil tussen de twee groepen investeerders als volgt:

“traditional private equity investing can be described as *creating value*, in contrast to hedge fund investing, often described as *finding value*.”

Hoewel de verschillen tussen private equity en hedgefondsen duidelijk zijn, zijn er wel enkele trends waarneembaar die het onderscheid soms wat diffuus maken (Farschtschian, 2006). In de eerste plaats zijn er private equity huizen die ook een of meer hedgefondsen beginnen. Een belangrijk voorbeeld hiervan is Blackstone Group, die in 1990 al hedgefondsen introduceerde. Iets recenter zijn ook Bain Capital en Texas Pacific Group met hedgefondsen gestart. In de tweede plaats gedragen sommige hedgefondsen zich als *buyout* fonds. Soms bieden hedgefondsen en private equityhuizen tegen elkaar op (bijvoorbeeld bij de overname van Texas Genco Holdings in 2004). Tenslotte is er sprake van fusies tussen hedgefondsen en private equity fondsen. Deze fusies betreffen vooral het management van de fondsen, niet direct het samenvoegen van het beheerd vermogen in één fonds.

2.2

Aanpak

In de komende twee hoofdstukken worden private equity en hedgefondsen afzonderlijk besproken. Naast het feit dat deze twee typen investeerders belangrijke verschillen vertonen, speelt hierbij ook een rol dat de gebruikte databronnen, en de daarin beschikbare informatie, sterk verschillen. Elk hoofdstuk bestaat uit drie hoofddelen.

In Hoofdstuk 3 wordt eerst de achtergrond en ontwikkeling geschetst van private equity. Vervolgens wordt aandacht besteed aan de wetenschappelijke literatuur op dit gebied, met bijzondere aandacht voor empirisch onderzoek naar de micro- en macro-economische effecten van private equity. Tenslotte wordt een overzicht gegeven van een groot aantal casussen waarbij private equity huizen Nederlandse bedrijven of onderdelen van Nederlandse bedrijven hebben overgenomen. Deze casussen worden uitgebreider besproken in Appendix A.

Hoofdstuk 4 presenteert op vergelijkbare wijze de ontwikkeling van de hedgefonds-sector. We geven een overzicht van de belangrijkste kenmerken van hedgefondsen, de belangrijkste strategieën die hedgefondsen volgen en de ontwikkeling daarvan over de tijd. Verder gaan we in op de geografische spreiding en focus van hedgefondsen en geven we een schatting van het percentage hedgefondsen dat als activistisch aandeelhouder optreedt. Voor wat betreft de wetenschappelijke literatuur over hedgefondsen richten we ons op drie vragen: Wat is de toegevoegde waarde van beleggingen in hedgefondsen voor een belegger? Wat zijn de gevolgen van hedgefondsen voor de stabiliteit van de financiële markten? En, wat zijn de aard van de activiteiten van activistische hedgefondsen, en welke gevolgen hebben die? Hoofdstuk 4 sluit af met een documentatie over de rol van hedgefondsen in Nederland. Deze valt in twee onderdelen uiteen. Ten eerste wordt uit publieke bronnen het aandelenbezit van hedgefondsen beschreven vanaf 1980 en beschrijving gegeven van de publieke activiteiten van hedgefondsen. Het tweede onderdeel is gebaseerd op een vragenlijst die is voorgelegd aan de Nederlandse beursvennootschappen. Deze enquête is nodig omdat diverse studies hebben aangetoond dat institutionele beleggers – en in het bijzonder hedgefondsen – op grote schaal gebruik maken van private kanalen. Met andere woorden, het beschrijven van alleen publieke activiteiten zou de rol van hedgefondsen onderschatten. In de enquête wordt gevraagd hoe vaak de onderneming is benaderd in de afgelopen jaren, met welke verzoeken en wat de herkomst van de partijen is. Casussen betreffende activiteiten van hedgefondsen in Nederland worden beschreven in Appendix B.

3 | PRIVATE EQUITY

3.1

Inleiding

Private equity is een verzamelnaam voor investeerders die risicodragend vermogen ter beschikking stellen aan niet-beursgenoteerde vennootschappen. Private equity wordt gebruikt voor de financiering van de groei van een niet-beursgenoteerde onderneming, verzelfstandiging van een bedrijf door het zittende management (*management buyout*), voortzetting van een bedrijf met nieuwe managers (*management buyin*, MBI), verzelfstandiging van een bedrijfsonderdeel (*divisionele buyout*), het van de beurs halen van een bedrijf (*public-to-private*), overbruggingsfinanciering, herstructurering (*turnaround*) en het financieren van startende ondernemingen (durfkapitaal ofwel *venture capital*)¹. Onder deze ruime definitie van private equity vallen ook informele particuliere investeerders (*angel investors*). Dit hoofdstuk richt zich echter op professionele partijen die private equity verschaffen.

In ruil voor haar investering ontvangt de private equity investeerder een aandelenbelang in de onderneming. Het financieringsinstrumentarium beperkt zich hierbij niet tot gewone aandelen. Er kan ook gekozen worden voor andere vormen van eigen vermogen zoals preferente aandelen met een voorkeursrecht op uit te keren dividend, cumulatief prioriteitsaandelen waarbij eventuele dividendloze jaren worden gecompenseerd door latere dividenden en prioriteitsaandelen die de private equity investeerder bijzondere zeggenschapsrechten toekennen (Elbertse, 1990). Het is ook mogelijk dat vreemd vermogen wordt verstrekt zoals gewone of hoogrentende leningen en mezzanine-leningen (achtergestelde leningen die op een afgesproken tijdstip of bij het niet nakomen van betalingsverplichtingen zijn om te wisselen in aandelen).

Daarnaast is veelal sprake van een participatiecontract waarbij bij het verstrekken van financiering de onderneming zich bijvoorbeeld verplicht tot een bepaald dividendbeleid, bepaalde arbeidsvoorwaarden voor de directie of een anti-verwateringsclausule bij de uitgifte van nieuwe aandelen. Contractuele aandeelhoudersovereenkomsten regelen de uitoefening van het stemrecht en de doorverkoop van aandelen aan derde partijen. Dit kan betekenen dat een aandeelhouder zonder de meerderheid van de aandelen te bezitten toch de volledige zeggenschap kan uitoefenen of vice versa (Elbertse, 1990). De aandeelhouders zijn echter ondanks deze contractuele afspraken formeel niet betrokken bij het dagelijkse bestuur van de onderneming. Om deze reden zijn sleutelfiguren in het ondernemingsbestuur doorgaans ook aandeelhouder. Door het management mede-eigenaar van de onderneming te maken worden eventuele belangentegenstellingen met de private equity investeerder voorkomen.

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de ontwikkeling van private equity met bijzondere aandacht voor *buy-outs*. Paragraaf twee geeft een historisch overzicht van private equity en de strategieën die door private equity investeerders worden toegepast om waarde te creëren. In deze paragraaf wordt tevens gebruik gemaakt van statistische gegevens betreffende de omvang, samenstelling en ontwikkeling van private equity in Nederland en Europa. Paragraaf drie bespreekt kort de rol van durfkapitaal (*venture capital*). Paragraaf vier bespreekt empirische studies over *buyouts*. Het is belangrijk te vermelden dat dit onderdeel zich vooral richt op Amerikaanse studies en daarmee mogelijk niet geheel representatief is voor de Nederlandse situatie. In onderdeel vijf wordt een overzicht gegeven van beursgenoteerde bedrijven die in Nederland van de beurs gehaald zijn door private equity investeerders alsook van bedrijfsonderdelen van beursvennootschappen die met behulp van private equity investeerders zijn verzelfstandigd.

¹ <http://www.nvp.nl/ondernemers/waarvoor.php>

3.2

Private equity: Ontwikkelingen en waardecreatie

3.2.1. Private equity golven

Private equity kent een lange bestaansgeschiedenis maar het heeft tot de jaren tachtig geduurd voordat private equity zich ontwikkelde tot een belangrijk onderdeel van de ondernemingsfinanciering (Smit en van den Berg, 2007). Private equity financiering speelt in de jaren tachtig een belangrijke rol bij het ontmantelen en herstructureren van de inefficiënte conglomeraten die in de jaren zestig en zeventig zijn ontstaan door fusies en overnames. Deze conglomeraten stoten in het kader van hun herstructureringsprogramma's (back-to-the-core business) ongerelateerde divisies af. Deze bedrijfsonderdelen worden verzelfstandigd en door private equity investeerders en divisie managers deels met geleend geld opgekocht via zogeheten leveraged *buyouts* en vervolgens gereorganiseerd.

De eerste private equity golf wordt tevens gedragen door een combinatie van lage koers-winst verhoudingen en een lage rente. Ondernemingen worden op de beurs ondergewaardeerd en de lage rente zorgt voor het goedkoop financieren van *buyout* transacties. In de periode 1984-86 wordt tachtig procent van de overnamesom met leningen gefinancierd. Dit percentage loopt op tot negentig procent in 1989 (UBS, 2007). De ondernemingen die in deze periode worden opgekocht komen uit gevestigde bedrijfstakken met stabiele kasstromen die gebruikt kunnen worden om de leningen af te lossen. In de eerste jaren van de private equity golf is investeren in *buyouts* winstgevend en aangetrokken door deze hoge rendementen worden veel private equity fondsen opgestart (Gompers en Lerner, 2000).

De opkomst van een markt voor hoogrentende obligaties met een verhoogd beleggingsrisico (*junk bonds*) zorgt voor een verdere groei van de omvang en het aantal *buyouts*. In 1982 dient drie procent van het aantal *junk bond* emissies ter financiering van *buyouts* maar in 1985 is dit gestegen naar 53 % (UBS, 2007; Jin en Wang, 2002). De eerste private equity golf wordt tevens mogelijk gemaakt doordat institutionele beleggers meer geld onder beheer hebben. In 1981 hebben de institutionele beleggers \$2.1 triljoen onder beheer en dit bedrag is meer dan verdubbeld tot \$4.6 triljoen in 1987 (Brancato, 1989). Deze institutionele beleggers verschaffen de helft van het vreemd vermogen benodigd voor het financieren van de *buyout* transacties en banken de andere helft (Jin en Wang, 2002).

In 1988 bereikt de eerste private equity golf haar hoogtepunt met overnemen van het voedingsbedrijf RJR Nabisco door investeerder Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR) voor een recordbedrag van \$24.8 miljard en een overnamepremie van honderd procent. Het toetreden van veel nieuwe private equity investeerders resulteert in een stijging van de prijs die voor overnames betaald moet worden en zet daarmee druk op de rendementen. De overnamepremie voor *buyouts* stijgt van een gemiddelde van vijftig procent in 1986/87 naar tachtig procent in 1989 (UBS, 2007).

In de eerste acht maanden van 1989 beginnen zich de eerste betalingsproblemen af te tekenen. Een aantal van de bedrijven die *junk bonds* hebben uitgegeven kunnen niet langer aan hun betalingsverplichtingen voldoen. Het gaat om een bedrag van \$4 miljard (Jin and Wang, 2002). De eerste private equity golf komt aan zijn definitieve einde nadat de warenhuisketen Federated Department Stores in september 1989 in betalingsmoeilijkheden komt. Daarop volgde het mislukken van de geplande \$6.8 miljard *buyout* van de luchtvaartmaatschappij UAL omdat banken niet bereid waren de benodigde leningen te verschaffen (Gilson, 2000). Door de toegenomen risico's van het financieren van *buyouts* zijn banken en institutionele beleggers niet zonder meer bereid om *buyouts* met geleend geld te financieren. Dertig procent van de *buyouts* die in de tweede helft van de jaren tachtig hebben plaatsgevonden verkeert in 1993 in betalingsmoeilijkheden en twintig procent is failliet verklaard. Ter vergelijking van alle grote *buyout* transacties in de eerste helft van de jaren tachtig is er slechts één die vervolgens zijn finan-

ciële verplichtingen niet kon nakomen (UBS, 2007). In de jaren 1991 en 1992 krimpt de Amerikaanse markt voor private equity in.

In 1992 begint een tweede private equity golf die tot 1999 duurt. In deze tweede golf stellen private equity investeerders zich anders op dan gedurende de eerste golf. In de jaren tachtig worden private equity investeerders aangemerkt als ‘barbaren aan de poort’ die bedrijven (soms vijandig) overnemen om ze daarna op te splitsen en in onderdelen door te verkopen. In de jaren negentig ontwikkelen de private equity investeerders zich tot strategische partners met een goede reputatie en een ondersteunend netwerk die managers helpen om waarde te scheppen (Smit en van den Berg, 2007; Kester en Luehrman, 1995). In 1996 piekt het aantal *buyout* transacties in de Verenigde Staten op \$24.2 miljard (Jin and Wang, 2002). Door nieuwe ontwikkelingen op het gebied van informatietechnologie en biotechnologie stijgt in deze periode ook de vraag naar durfkapitaal (*venture capital*). Private equity investeerders leveren op die manier een belangrijke bijdrage aan het vergroten van de innovatiekracht van de Amerikaanse economie (Hellmann en Puri, 2000; Kortum en Lerner, 2000).

Opnieuw stroomt veel geld naar private equity fondsen waardoor er teveel geld te weinig deals najaagt (Gompers en Lerner, 2000). De rendementen komen onder druk te staan. In 1998/99 is er een kopersstaking op de markt voor hoogrentende obligaties (*high yield bonds*) en begint een steeds groter aantal emittenten in betalingsproblemen te komen. Met het ineenstorten van de effectenbeurzen in 2000 komt een einde aan de tweede private equity golf. Het wordt voor private equity investeerders steeds moeilijker om hun aandelenbezit te verzilveren via een beursgang omdat het beursklimaat sterk verslechterd is. De daaropvolgende periode van economische teruggang bemoeilijkt ook de doorverkoop van aandelen aan strategische kopers. Een aanzienlijk deel van de investeringen gedaan in de jaren negentig wordt dan ook afgeschreven (Giot en Schwienbacher, 2007). De aandelen in ondernemingen die nog wel enige waarde bezitten worden doorverkocht aan andere private equity investeerders via een *secondary buyout* (Wright, Renneboog, Simons en Scholes, 2006).

De afgelopen jaren is weer sprake van een opleving van private equity en kan wellicht gesproken worden van een derde private equity golf. De hoeveelheid geld belegd in private equity fondsen is sterk toegenomen. Dit geld is veelal afkomstig van institutionele beleggers die hun beleggingsportefeuille willen spreiden over diverse beleggingscategorieën waaronder private equity. Een schatting is dat er \$250 miljard aan private equity geld is dat begin 2007 nog geen investering heeft gevonden. De verwachting van insiders is dat beleggers in 2007 nog eens \$500 miljard zullen investeren in private equity fondsen². Het grootste gedeelte van nieuw te beleggen kapitaal zal worden aangewend ter investering in *buyouts*.

Insiders stellen dat er enkele overeenkomsten bestaan tussen de huidige golf en die van de jaren tachtig (UBS, 2007). *Buyout* financiering is ook nu relatief goedkoop door de historisch lage rentevoet. Er worden grote transacties afgesloten. Een voorbeeld is de *buyout* van het Amerikaanse elektriciteitsbedrijf TXU voor \$44,4 miljard door de private equity investeerders KKR en Texas Pacific Group. Dit bedrag is het hoogste tot nu toe betaald in een *buyout* transactie. Insiders schatten dat transacties tot \$90 miljard gefinancierd kunnen worden³. Private equity investeerders werken vaak samen in een syndicaat ter verdere spreiding van de beleggingsrisico's verbonden aan dergelijke grote *buyout* transacties (*club deals*). Deze syndicering leidt volgens sommigen tot een minder competitief biedingsproces waardoor de overnamepremies betaald door private equity investeerders lager zijn dan die betaald worden door andere overnemers (Schmeits, 2007; Barger, Schlingemann, Stulz en Zutter, 2007).

Toch zijn er enkele verschillen met de jaren tachtig. In de eerste private equity golf vinden de *buyouts* hoofdzakelijk in de Verenigde Staten plaats terwijl het nu een wereldwijd verschijnsel betreft (UBS, 2007). Daarnaast hebben de

² “Buyout groups are forecast to raise \$500 billion”, *Financial Times*, 26 januari 2007.

³ “Gluttons at the gate”, *Business Week*, 30 oktober 2006.

meeste overnames van ondernemingen door private equity investeerders nu een vriendelijk karakter waarbij het management veel minder afwijzend staat tegenover de overname. Management is zelfs steeds vaker een deelnemende partij via een management *buyout* (Schmeits, 2007). Er wordt bovendien meer met eigen vermogen gefinancierd dan in de jaren tachtig. Gemiddeld wordt 70 tot 75 procent met leningen gefinancierd (UBS, 2007; Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach, 2007). In Europa wordt hierbij vaak gebruik gemaakt van bankleningen terwijl in Amerika obligatieleningen worden uitgegeven. De bankleningen worden echter weer doorverkocht aan andere investeerders zoals hedge fondsen. FSA (2006) rapporteert dat 80 % van de leningen binnen 120 dagen na de afronding van de deal is doorverkocht via *collateralised loan obligations* (CLO's) en *collateralised debt obligations* (CDO's). Er bestaat zorg dat banken teveel en risicovolle leningen verschaffen ter financiering van *buyouts* omdat zij de beleggingsrisico's kort na de afronding van transactie doorschuiven richting andere investeerders (OECD, 2007).

De vraag is hoe lang deze derde private equity golf zal aanhouden. Het einde van de vorige twee private equity golven is steeds ingeluid door het oplopen van overnamepremies in combinatie met faillissementen en betalingsproblemen van *buyouts*. Het investeren in bedrijven die over onvoldoende stabiele kasstromen beschikken om de hoge overname schulden mee af te lossen is een andere waarschuwing dat de golf zijn einde nadert. Dit kan duiden op toegenomen concurrentie onder private equity fondsen voor te weinig goede deals. Indien de geschatte \$500 miljard private equity volledig in *buyouts* wordt geïnvesteerd ontstaat een behoefte aan \$1,7 triljoen aan leningen (UBS, 2007). De vraag is of vreemd vermogen verschaffers bereid blijven om deze leningen te verstrekken. Het vreemde vermogen is afkomstig van obligatie-emissies, hedgefondsen en banken. Door de kredietcrisis en de oplopende rente hebben meer risicovolle *buyouts* moeite om de financiering rond te krijgen⁴. De kredietcrisis heeft inmiddels geleid tot aanpassingen of het niet doorgaan van 35 leningen ter financiering van *buyout* transacties⁵. De kredietwaardigheid van Amerikaanse bedrijven die *junk bonds* uitgeven is snel verslechterd. Momenteel heeft 20 % van deze ondernemingen de laagste kredietwaardigheid terwijl dat in 1980 slechts 3 % was (Bank DeGroof, 2007). Er is vooralsnog echter geen sprake van een hoog aantal wanbetalers. Volgens kredietbeoordeelaar Moody's is door het goede economische klimaat in 2006 het aantal wanbetalers zelfs gedaald tot 1,57 % (Bank DeGroof, 2007).

Volgens insiders bevinden we ons nu midden in de golf (UBS, 2007). De overnamepremie bedraagt nu gemiddeld dertig procent ten opzichte van een gemiddelde van tachtig procent in 1989. De macro-economische omstandigheden en het financieringsklimaat zijn relatief gunstig en er hebben zich vooralsnog geen spraakmakende betalingsproblemen bij bedrijven voorgedaan. De kentering van de Amerikaanse economie en de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt en *subprime* hypotheekmarkt zullen volgens kredietbeoordeelaar Moody's in 2007 wellicht bijdragen aan een matige stijging van het aantal wanbetalers op *junk bonds*, naar iets meer dan drie procent (Bank DeGroof, 2007).

3.2.2. Ontwikkeling van private equity in Nederland

Ook in Nederland is net als elders in Europa het aantal private equity investeringen in omvang toegenomen. Tabel 3.1 en 3.2 en bijbehorende figuren 3.1 en 3.2 tonen de ontwikkeling van private equity in Nederland en de EU. Deze cijfers hebben alleen betrekking op de Europese private equity huizen waarbij de Amerikaanse private equity investeerders niet zijn meegenomen. In Nederland wordt in 1985 € 111,4 miljoen geïnvesteerd en in 2006 is dit gestegen tot bijna € 2,4 miljard. In Europa stijgt het bedrag van € 2,4 miljard in 1985 tot € 71,1 miljard in 2006. De groep van Nederlandse bedrijven die door private equity wordt ondersteund heeft een gezamenlijke omzet van € 66,5 miljard, circa 15 % van het bruto binnenlands product. Daarnaast zijn 400.000 mensen werkzaam bij deze bedrijven. Dit maakt 8 % van de werkgelegenheid in de Nederlandse particuliere sector uit (NVP, 2006).

⁴ "KKR: A deal too far?", *Business Week*, 2 juli 2007.

⁵ "The credit squeeze: Abandon ship", *The Economist*, 2 augustus 2007.

Tabel 3.1 | Ontwikkeling van private equity in Nederland

	Seed-kapitaal	Start-up kapitaal	Expansie financiering	Herfinanciering	Buyout financiering	Totale private equity investeringen
	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen
1985	€ 5,46; 4,9%	€ 19,38; 17,4%	€ 73,19; 65,7%	€ 0,00; 0,0%	€ 13,37; 12,0%	€ 111,40
1986	€ 0,36; 0,2%	€ 28,11; 15,7%	€ 111,38; 62,2%	€ 0,00; 0,0%	€ 39,22; 21,9%	€ 179,07
1987	€ 3,86; 2,5%	€ 15,60; 10,1%	€ 99,94; 64,7%	€ 0,00; 0,0%	€ 35,06; 22,7%	€ 154,47
1988	€ 3,02; 1,9%	€ 21,58; 13,6%	€ 100,45; 63,3%	€ 0,00; 0,0%	€ 33,64; 21,2%	€ 158,70
1989	€ 0,70; 0,4%	€ 12,50; 7,1%	€ 101,90; 57,9%	€ 0,00; 0,0%	€ 60,90; 34,6%	€ 176,00
1990	€ 4,58; 2,0%	€ 16,03; 7,0%	€ 151,14; 66,0%	€ 0,00; 0,0%	€ 57,25; 25,0%	€ 229,00
1991	€ 5,84; 2,0%	€ 14,60; 5,0%	€ 160,60; 55,0%	€ 0,00; 0,0%	€ 110,96; 38,0%	€ 292,00
1992	€ 2,15; 0,9%	€ 16,73; 7,0%	€ 139,10; 58,2%	€ 0,00; 0,0%	€ 81,02; 33,9%	€ 239,00
1993	€ 2,07; 1,00%	€ 18,63; 9,0%	€ 126,50; 61,1%	€ 0,00; 0,0%	€ 59,80; 28,9%	€ 207,00
1994	€ 6,46; 2,00%	€ 35,53; 11,0%	€ 216,41; 67,0%	€ 0,00; 0,0%	€ 64,60; 20,0%	€ 323,00
1995	€ 4,67; 1,00%	€ 71,45; 15,3%	€ 283,47; 60,7%	€ 0,00; 0,0%	€ 107,41; 23,0%	€ 467,00
1996	€ 7,12; 1,2%	€ 84,80; 14,3%	€ 316,07; 53,3%	€ 0,00; 0,0%	€ 185,02; 31,2%	€ 593,00
1997	€ 8,36; 1,1%	€ 143,64; 18,9%	€ 310,84; 40,9%	€ 0,00; 0,0%	€ 297,16; 39,1%	€ 760,00
1998	€ 3,18; 0,3%	€ 167,32; 15,8%	€ 389,71; 36,8%	€ 266,87; 25,2%	€ 232,98; 22,0%	€ 1.060,06
1999	€ 8,55; 0,5%	€ 333,45; 19,5%	€ 562,59; 32,9%	€ 295,83; 17,3%	€ 509,58; 29,8%	€ 1.710,00
2000	€ 0,00; 0,0%	€ 371,80; 19,4%	€ 1.044,48; 54,5%	€ 141,82; 7,4%	€ 356,47; 18,6%	€ 1.914,57
2001	€ 1,89; 0,1%	€ 183,06; 9,7%	€ 745,46; 39,5%	€ 111,35; 5,9%	€ 845,48; 44,8%	€ 1.887,24
2002	€ 8,61; 0,5%	€ 192,90; 11,2%	€ 647,60; 37,6%	€ 94,73; 5,5%	€ 780,22; 45,3%	€ 1.724,05
2003	€ 0,00; 0,0%	€ 36,04; 3,3%	€ 398,67; 36,5%	€ 45,87; 4,2%	€ 611,66; 56,0%	€ 1.092,25
2004	€ 1,66; 0,1%	€ 38,16; 2,3%	€ 351,70; 21,2%	€ 26,54; 1,6%	€ 1.240,92; 74,8%	€ 1.658,98
2005	€ 0,00; 0,0%	€ 9,34; 0,4%	€ 483,60; 20,7%	€ 308,38; 13,2%	€ 1.534,91; 65,7%	€ 2.336,25
2006	€ 14,36; 0,6%	€ 50,25; 2,1%	€ 423,51; 17,7%	€ 57,43; 2,4%	€ 1.847,18; 77,2%	€ 2.392,72

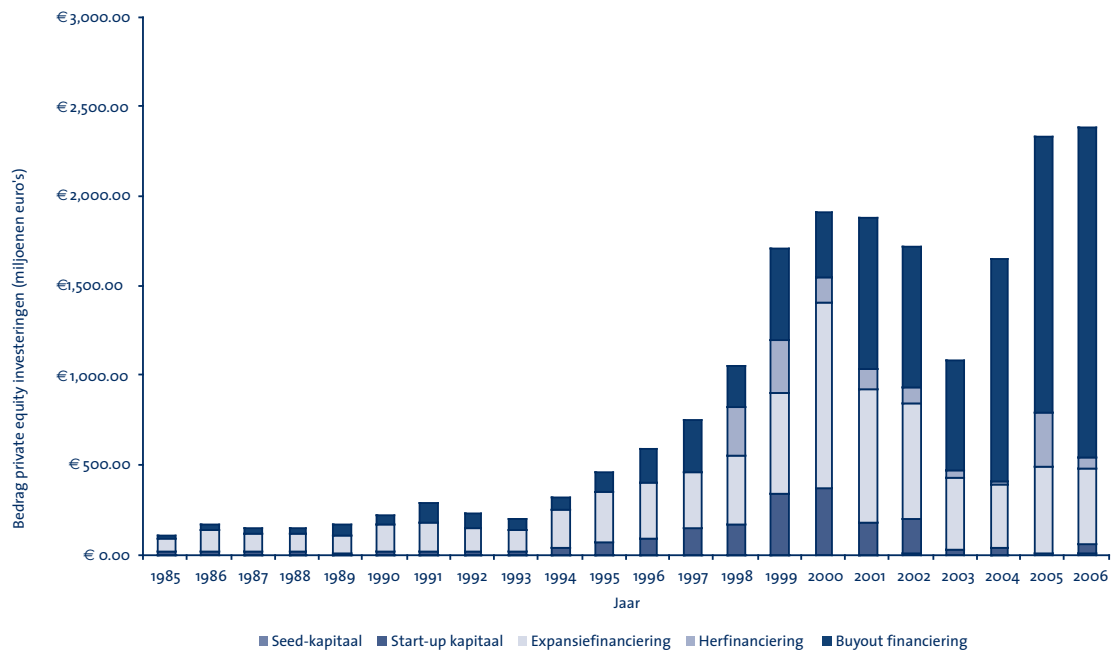
Tabel toont de ontwikkeling van private equity in Nederland. Data is afkomstig van de European Venture Capital Association (EVCA). Seed kapitaal heeft betrekking op de financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept voordat de start-up fase wordt bereikt. Start-up kapitaal betreft de financiering voor productontwikkeling en initiële marktactiviteiten van beginnende ondernemingen. Expansiefinanciering dient ter financiering voor het verder commercialiseren van productie en verkoop bij ondernemingen die hun productontwikkeling hebben voltooid maar nog geen winst genereren. Ook gebruikt voor groeifinanciering bij volwassen bedrijven. In de jaren 1985 en 1986 is brugfinanciering opgeteld bij expansiefinanciering. Brugfinanciering betreft investeringen om de groei die voorafgaat aan een beursintroduktie te financieren. Herfinanciering is de koop van bestaande aandelen van een andere private equity investeerder of overige aandeelhouders. Gegevens voor herfinancieringstransacties ontbreken gedurende de periode 1985 tot 1997 en zijn gelijk gesteld aan nul. Buyoutfinanciering betreft het financieren van overnames waarbij een deel van de aandelen geplaatst worden bij het zittende management (management buyout, MBO) of bij nieuw management (management buyin, MBI). In 1986 is de turnaroundfinanciering bij de buyoutfinanciering opgeteld. Turnaroundfinanciering is een investering in een bedrijf dat verlies lijdt en waarvan de continuïteit zonder extern vermogen niet is gewaarborgd. De gehanteerde definities zijn afkomstig van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) en de European Venture Capital Association (EVCA).

Tabel 3.2 | Ontwikkeling van private equity in de Europese Unie

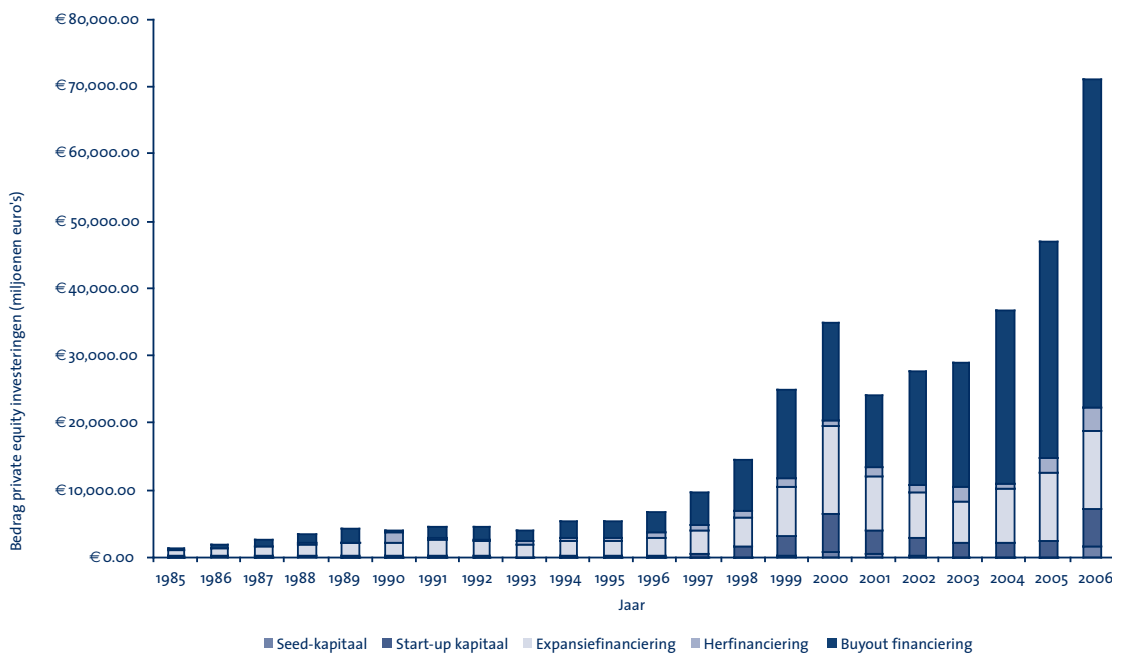
	Seed-kapitaal	Start-up kapitaal	Expansie financiering	Herfinanciering	Buyout financiering	Totale private equity investeringen
	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen
1985	€ 39,82; 2,9%	€ 308,99; 22,5%	€ 720,97; 52,5%	€ 0,00; 0,0%	€ 303,49; 22,1%	€ 1.373,27
1986	€ 9,62; 0,5%	€ 325,04; 16,9%	€ 1.071,29; 55,7%	€ 0,00; 0,0%	€ 517,38; 26,9%	€ 1.923,33
1987	€ 31,26; 1,1%	€ 312,63; 11,0%	€ 1.432,42; 50,4%	€ 0,00; 0,0%	€ 1.065,79; 37,5%	€ 2.842,11
1988	€ 10,35; 0,3%	€ 424,50; 12,3%	€ 1.428,80; 41,4%	€ 255,39; 7,4%	€ 1.332,16; 38,6%	€ 3.451,20
1989	€ 38,44; 0,9%	€ 384,39; 9,0%	€ 1.699,86; 39,8%	€ 239,18; 5,6%	€ 1.913,41; 44,8%	€ 4.275,27
1990	€ 28,88; 0,7%	€ 317,68; 7,7%	€ 1.988,60; 48,2%	€ 268,17; 6,5%	€ 1.518,26; 36,8%	€ 4.121,59
1991	€ 46,32; 1,0%	€ 273,28; 5,9%	€ 2.436,38; 52,6%	€ 273,28; 5,9%	€ 1.602,64; 34,6%	€ 4.631,90
1992	€ 28,21; 0,6%	€ 249,17; 5,3%	€ 2.153,17; 45,8%	€ 404,31; 8,6%	€ 1.871,09; 39,8%	€ 4.705,94
1993	€ 20,99; 0,5%	€ 179,83; 4,4%	€ 1.888,41; 45,9%	€ 346,08; 8,4%	€ 1.680,19; 40,8%	€ 4.115,49
1994	€ 36,99; 0,7%	€ 273,07; 5,0%	€ 2.294,43; 42,2%	€ 434,08; 8,0%	€ 2.401,05; 44,1%	€ 5.439,63
1995	€ 33,28; 0,6%	€ 288,40; 5,2%	€ 2.296,07; 41,4%	€ 354,95; 6,4%	€ 2.573,37; 46,4%	€ 5.546,06
1996	€ 54,01; 0,8%	€ 384,84; 5,7%	€ 2.653,38; 39,3%	€ 654,91; 9,7%	€ 3.004,46; 44,5%	€ 6.751,60
1997	€ 86,89; 0,9%	€ 627,57; 6,5%	€ 3.379,23; 35,0%	€ 733,78; 7,6%	€ 4.837,13; 50,1%	€ 9.664,60
1998	€ 173,53; 1,2%	€ 1.475,00; 10,2%	€ 4.338,23; 30,0%	€ 1.084,56; 7,5%	€ 7.403,92; 51,2%	€ 14.475,24
1999	€ 477,20; 1,9%	€ 2.762,73; 11,0%	€ 7.434,25; 29,6%	€ 1.180,44; 4,7%	€ 13.261,09; 52,8%	€ 25.115,69
2000	€ 804,67; 2,3%	€ 5.842,62; 16,7%	€ 12.979,71; 37,1%	€ 944,62; 2,7%	€ 14.414,13; 41,2%	€ 34.985,75
2001	€ 535,29; 2,2%	€ 3.649,70; 15,0%	€ 8.005,02; 32,9%	€ 1.192,24; 4,9%	€ 10.949,11; 45,0%	€ 24.331,36
2002	€ 304,13; 1,1%	€ 2.626,60; 9,5%	€ 6.856,80; 24,8%	€ 940,04; 3,4%	€ 16.920,81; 61,2%	€ 27.648,38
2003	€ 145,48; 0,5%	€ 1.978,52; 6,8%	€ 6.226,53; 21,4%	€ 2.298,58; 7,9%	€ 18.446,81; 63,4%	€ 29.095,92
2004	€ 147,68; 0,4%	€ 2.215,19; 6,0%	€ 7.900,83; 21,4%	€ 922,99; 2,5%	€ 25.733,08; 69,7%	€ 36.919,77
2005	€ 94,11; 0,2%	€ 2.352,86; 5,0%	€ 10.258,49; 21,8%	€ 2.258,75; 4,8%	€ 32.093,06; 68,2%	€ 47.057,28
2006	€ 1.707,96; 2,4%	€ 5.693,20; 8,0%	€ 11.386,40; 16,0%	€ 3.558,25; 5,0%	€ 48.819,19; 68,6%	€ 71.165,00

Tabel toont de ontwikkeling van private equity in de Europese Unie. Data is afkomstig van de European Venture Capital Association (EVCA). *Seed* kapitaal heeft betrekking op de financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept voordat de *start-up* fase wordt bereikt. *Start-up* kapitaal betreft de financiering voor productontwikkeling en initiële marktactiviteiten van beginnende ondernemingen. Expansiefinanciering dient ter financiering voor het verder commercialiseren van productie en verkoop bij ondernemingen die hun productontwikkeling hebben voltooid maar nog geen winst genereren. Ook gebruikt voor groeifinanciering bij volwassen bedrijven. In de jaren 1985 en 1986 is brugfinanciering opgeteld bij expansiefinanciering. Brugfinanciering betreft investeringen om de groei die voorafgaat aan een beursintrodactie te financieren. Herfinanciering is de koop van bestaande aandelen van een andere private equity investeerder of overige aandeelhouders. Gegevens voor herfinancieringstransacties ontbreken gedurende de periode 1985 tot 1987 en zijn gelijk gesteld aan nul. *Buyout* financiering betreft het financieren van overnames waarbij een deel van de aandelen geplaatst worden bij het zittende management (management *buyout*, MBO) of bij nieuw management (*management buyin*, MBI). In 1986 is de *turnaround* financiering bij de *buyout* financiering opgeteld. *Turnaround* financiering is een investering in een bedrijf dat verlies lijdt en waarvan de continuïteit zonder extern vermogen niet is gewaarborgd. De gehanteerde definities zijn afkomstig van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) en de European Venture Capital Association (EVCA).

Figuur 3.1 | Ontwikkeling van private equity in Nederland



Figuur 3.2 | Ontwikkeling van private equity in de Europese Unie



Nederland was het eerste land op het Europese continent waar private equity een rol van betekenis speelde in ondernemingsfinanciering. Door de invoering van de Garantierегeling Particuliere Participatiemaatschappijen (PPM) door het Ministerie van Economische Zaken in 1981 konden (erkende) particuliere participatiemaatschappijen de helft van hun verliezen op investeringen in kleine groeiondernemingen op de overheid verhalen. Circa 10 % van de investeringen van private equity investeringen in Nederland gebeurde onder deze regeling (Elbertse, 1990). Mede als gevolg hiervan bestond de Nederlandse markt aanvankelijk vooral uit groeifinancieringen. Hierdoor verschilt de Nederlandse markt van de Amerikaanse markt waar in de eerste private equity golf een belangrijke rol was weggelegd voor *buyout* financieringen. Pas later na de afschaffing van de PPM regeling in 1995 kwam de ontwikkeling van een *buyout* markt die vooral vanaf 2001 snel is gegroeid.

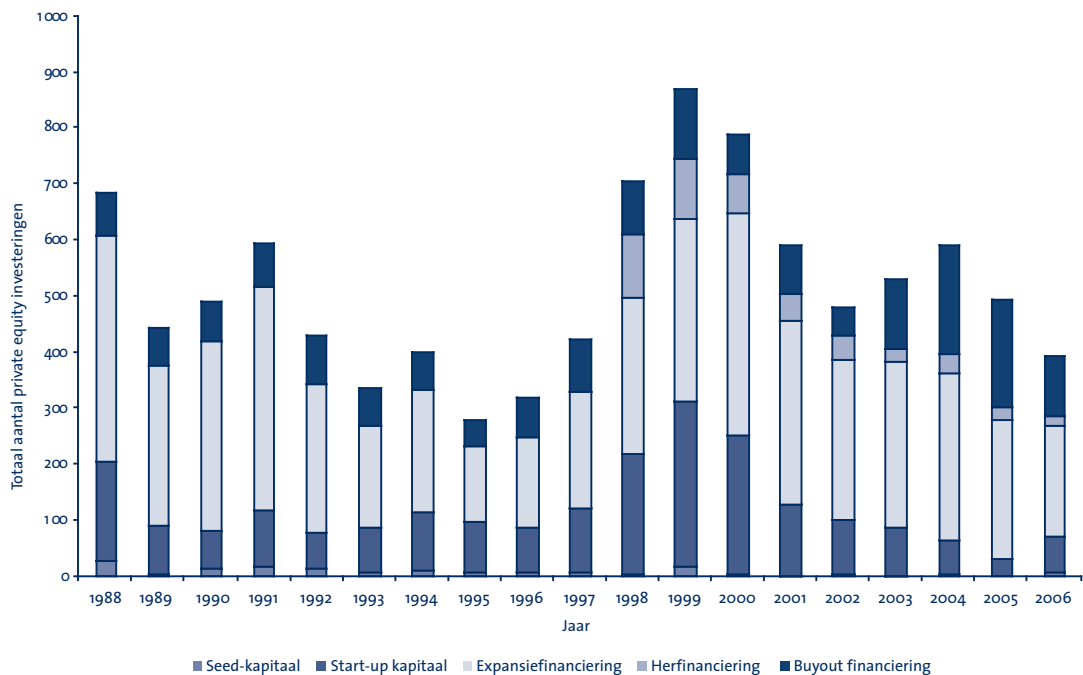
Tabel 3.3 | Aantal private equity investeringen in Nederland

	Seed-kapitaal	Start-up kapitaal	Expansie financiering	Herfinanciering	Buyout financiering	Totale private equity investeringen
	aantal; %	aantal; %	aantal; %	aantal; %	aantal; %	aantal
1988	27; 3,9%	178; 26,0%	404; 59,1%	0; 0,0%	75; 11,0%	684
1989	4; 0,9%	89; 20,1%	284; 64,1%	0; 0,0%	66; 14,9%	443
1990	15; 3,1%	68; 13,9%	338; 69,0%	0; 0,0%	69; 14,1%	490
1991	18; 3,0%	101; 17,0%	399; 67,1%	0; 0,0%	77; 12,9%	595
1992	13; 3,0%	65; 15,1%	266; 61,9%	0; 0,0%	86; 20,0%	430
1993	7; 2,1%	80; 23,9%	184; 54,9%	0; 0,0%	64; 19,1%	335
1994	12; 3,0%	104; 26,0%	216; 54,0%	0; 0,0%	68; 17,0%	400
1995	8; 2,9%	92; 32,9%	132; 47,1%	0; 0,0%	48; 17,1%	280
1996	8; 2,5%	81; 25,3%	159; 49,7%	0; 0,0%	72; 22,5%	320
1997	9; 2,1%	112; 26,4%	210; 49,4%	0; 0,0%	94; 22,1%	425
1998	4; 0,6%	214; 30,3%	278; 39,4%	115; 16,3%	95; 13,5%	706
1999	18; 2,1%	295; 33,9%	325; 37,3%	107; 12,3%	126; 14,5%	871
2000	4; 0,5%	248; 31,4%	397; 50,3%	71; 9,0%	69; 8,7%	789
2001	2; 0,3%	125; 21,1%	329; 55,5%	48; 8,1%	89; 15,0%	593
2002	5; 1,0%	97; 20,2%	285; 59,3%	45; 9,4%	49; 10,2%	481
2003	1; 0,2%	87; 16,4%	297; 56,0%	23; 4,3%	122; 23,0%	530
2004	4; 0,7%	61; 10,3%	298; 50,3%	35; 5,9%	194; 32,8%	592
2005	0; 0,0%	33; 6,7%	245; 49,6%	26; 5,3%	190; 38,5%	494
2006	7; 1,8%	65; 16,5%	197; 49,9%	16; 4,1%	110; 27,8%	395

Tabel toont het aantal private equity investeringen in Nederland. Data is afkomstig van de European Venture Capital Association (EVCA). *Seed* kapitaal heeft betrekking op de financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept voordat de *start-up* fase wordt bereikt. *Start-up* kapitaal betreft de financiering voor productontwikkeling en initiële marktactiviteiten van beginnende ondernemingen. Expansiefinanciering dient ter financiering voor het verder commercialiseren van productie en verkoop bij ondernemingen die hun productontwikkeling hebben voltooid maar nog geen winst genereren. Ook gebruikt voor groeifinanciering bij volwassen bedrijven. Herfinanciering is de koop van bestaande aandelen van een andere private equity investeerder of overige aandeelhouders. Gegevens voor herfinancieringstransacties ontbreken gedurende de periode 1988 tot 1997 en zijn gelijk gesteld aan nul. *Buyout* financiering betreft het financieren van overnames waarbij een deel van de aandelen geplaatst worden bij het zittende management (*management buyout*, MBO) of bij nieuw management (*management buyin*, MBI). De gehanteerde definities zijn afkomstig van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) en de European Venture Capital Association (EVCA).

In de afgelopen jaren wordt er verhoudingsgewijs weinig geld geïnvesteerd in ondernemingen wanneer zij in een zeer vroeg stadium van ontwikkeling zijn (*seed* kapitaal). Voor deze ondernemingen vindt financiering vaak plaats met eigen geld, geld van familie of vrienden, een banklening of met behulp van particuliere investeerders (angel investors). De daaropvolgende *start-up* fase richt zich op het financieren van startende ondernemingen. Gedurende de beursbussie van 1996-2000 gaat er weliswaar relatief meer geld naar deze startende ondernemingen omdat private equity investeerders verwachten dat zij hun aandelenbezit binnen enkele jaren kunnen verzil-

Figuur 3.3 | Aantal private equity investeringen in Nederland



veren door middel van een beursgang (Giudici en Roosenboom, 2004). Na de verslechtering van het beursklimaat drogen deze *start-up* investeringen echter snel op. Met name in 2003 is sprake van een daling van *seed* en *start-up* kapitaal. Private equity fondsen hebben weinig kapitaal beschikbaar en die fondsen die wel geld te beleggen hebben kiezen ervoor om het resterende kapitaal beschikbaar te houden voor de bestaande portefeuille ondernemingen (NVP, 2004). Deze voorzichtigheid houdt nauw verband met de teleurstellende resultaten die private equity fondsen hebben geboekt op eerdere *seed* en *start-up* investeringen en hun aangescherpte rendementseisen tot het doen van dergelijke investeringen.

Tot 1996 is meer dan de helft van de Nederlandse private equity investeringen gedaan in gevestigde bedrijven die het geld nodig hebben om verder te groeien. In Europa schommelt dit percentage tussen de veertig en vijftig procent. Na 2001 nemen in Nederland net als elders in Europa *buyout* financieringen toe. In 2001 wordt in Nederland € 845,5 miljoen belegd in *buyouts*. Dit bedraagt 44,8 % van het totaal private equity investeringen. In 2006 is dit bedrag meer dan verdubbeld tot € 1,85 miljard wat 77,2 % van het totaal investeringen uitmaakt. Deze stijging wordt grotendeels veroorzaakt door een beperkt aantal zeer grote transacties (NVP, 2006). Grote beursfondsen zoals Vendex KKB en VNU zijn overgenomen door Angelsaksische private equity investeerders in mega *buyouts*. Het segment voor mega *buyouts* wordt nagenoeg uitsluitend bediend door private equity investeerders uit de Verenigde Staten en Engeland, soms in samenwerking met een Nederlands private equity huis. Het is belangrijk te benadrukken dat activiteiten van niet-Europese private equity spelers in ons land niet worden meegeteld in de gepresenteerde EVCA cijfers.

Tabel 3.3 toont de aantallen private equity investeringen in Nederland. Dit is grafisch weergegeven in Figuur 3.3. Hieruit blijkt dat het aantal expansiefinancieringen het aantal *buyout* financieringen in elk jaar overtreft. *Seed* en *start-up* investeringen zijn in aantallen veel belangrijker dan in bedragen. Omdat het begrijpelijkerwijs per investering om relatief kleine bedragen gaat maken de *seed* en *start-up* investeringen geen groot percentage van de totale private equity investeringen uit. De groei van het aantal *buyouts* is in de afgelopen jaren gestabiliseerd. Het merendeel van de *buyout* transacties in Nederland betreft kleine tot middelgrote niet beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-private*). In 2006 zijn er onder de 110 *buyouts* slechts twee grote deals waarbij de ondernemingswaarde boven € 500 miljoen ligt. Er zijn in de periode januari 1985 tot en met juni 2007 slechts 13

Tabel 3.4 | *Private equity in Nederland*

	Private equity investeringen in miljoenen	Bruto binnenlands product in miljoenen	Private equity investeringen als percentage bruto binnenlands product	Opbrengst aandelenemissies op Euronext Amsterdam in miljoenen	Private equity investeringen als percentage emissies op kapitaalmarkt
1985	€ 111,40	€ 174.710	0,06%	n.b.	n.b.
1986	€ 179,07	€ 188.621	0,09%	€ 1.363	13,14%
1987	€ 154,47	€ 196.984	0,08%	€ 1.042	14,82%
1988	€ 158,70	€ 205.380	0,08%	€ 326	48,68%
1989	€ 176,00	€ 217.305	0,08%	€ 1.775	9,92%
1990	€ 229,00	€ 232.228	0,10%	€ 717	31,94%
1991	€ 292,00	€ 245.429	0,12%	€ 404	72,28%
1992	€ 239,00	€ 259.913	0,09%	€ 165	144,85%
1993	€ 207,00	€ 279.629	0,07%	€ 2.703	7,66%
1994	€ 323,00	€ 296.155	0,11%	€ 1.683	19,19%
1995	€ 467,00	€ 320.502	0,15%	€ 434	107,60%
1996	€ 593,00	€ 329.316	0,18%	€ 3.758	15,78%
1997	€ 760,00	€ 341.139	0,22%	€ 4.873	15,60%
1998	€ 1.060,06	€ 359.859	0,29%	€ 8.568	12,37%
1999	€ 1.710,00	€ 386.193	0,44%	€ 18.952	9,02%
2000	€ 1.914,57	€ 417.960	0,46%	€ 16.494	11,61%
2001	€ 1.887,24	€ 447.731	0,42%	€ 13.060	14,45%
2002	€ 1.724,05	€ 465.214	0,37%	€ 2.737	62,99%
2003	€ 1.092,25	€ 476.945	0,23%	€ 3.329	32,81%
2004	€ 1.658,98	€ 491.184	0,34%	€ 1.469	112,93%
2005	€ 2.336,25	€ 508.964	0,46%	€ 77.982	3,00%
2006	€ 2.392,72	€ 534.324	0,45%	€ 1.209	197,91%

Data voor private equity investeringen zijn afkomstig van de European Venture Capital Association (EVCA). De gegevens voor het bruto binnenlands product zijn afkomstig van Eurostat. De gegevens van op de Euronext Amsterdam genoteerde aandelen zijn afkomstig van De Nederlandsche Bank (DNB). Het betreft de som van de opbrengst van aandelenemissies door financiële instellingen (exclusief beleggingsfondsen), verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en niet-financiële vennootschappen. Het gaat alleen om emissies uitgegeven door Nederlands ingezetenen.

gevallen waarbij een bedrijf van de beurs wordt gehaald met behulp van private equity (*public-to-private*). Deze *public-to-private* transacties hebben veelal een vriendelijk karakter. Er wordt verwezen naar paragraaf 3.5 voor nadere informatie.

Tabel 3.4 vergelijkt de private equity investeringen in Nederland met het bruto binnenlands product (BBP) en de aandelenemissies op de Nederlandse kapitaalmarkt. Tot 1994 wordt jaarlijks ongeveer 0,1 % van het BBP geïnvesteerd in private equity. Dit percentage stijgt daarna jaarlijks en bereikt een piek van 0,46 % in 2000. Dit weerspiegelt de tweede private equity golf waarbij naast een toename van *buyout* investeringen zich een sterke groei van *startup* investeringen voordoet. Na een daling tot 0,23 % in 2003 volgt opnieuw een stijging. Dit keer wordt de toename vooral gedragen door een groter bedrag aan *buyout* investeringen. In vergelijking tot het beroep op de openbare kapitaalmarkt is er een wisselend beeld. Het bedrag aan private equity investeringen is hoger dan het bedrag aan aandelenemissies op de openbare kapitaalmarkt in de jaren 1992, 1995, 2004 en 2006. Kanttekening hierbij is dat het bedrag aan emissies over de jaren sterk fluctueert. Zo wordt bijvoorbeeld in 2005 € 77,9 miljard opgehaald. Dit hangt samen met de uitgifte van aandelen door Royal Dutch Shell in het kader van een organisatorische structuurwijziging waarbij de Nederlandse Koninklijke Nederlandse Petroleum Maatschappij en het Britse Shell Transport & Trading worden samengevoegd.

Tabel 3.5 gaat nader in op de syndicering van private equity investeringen. In geval van syndicering investeren twee of meer private equity investeerders samen. Syndicering vindt doorgaans plaats om de beleggingsrisico's

Tabel 3.5 | Syndicering van private equity investeringen

	Nederland			EU		
	Geen syndicering	Binnenlands syndicering	Buitenlands syndicering	Geen syndicering	Binnenlands syndicering	Buitenlands syndicering
	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %	miljoenen; %
1985	€ 59,60; 51,5%	€ 43,56; 39,1%	€ 8,24; 7,4%	€ 752,55; 54,8%	€ 519,10; 37,8%	€ 101,62; 7,4%
1986	€ 97,23; 54,3%	€ 63,57; 35,5%	€ 18,27; 10,2%	€ 938,59; 48,8%	€ 900,12; 46,8%	€ 84,63; 4,4%
1987	€ 73,68; 47,7%	€ 57,46; 37,2%	€ 23,32; 15,1%	€ 1.134,00; 39,9%	€ 1.506,32; 53,0%	€ 201,79; 7,1%
1988	€ 77,13; 48,6%	€ 58,40; 36,8%	€ 23,17; 14,6%	€ 1.490,92; 43,2%	€ 1.763,57; 51,1%	€ 196,72; 5,7%
1989	€ 88,00; 50,0%	€ 79,20; 45,0%	€ 8,80; 5,0%	€ 1.755,38; 41,1%	€ 2.191,02; 51,3%	€ 324,60; 7,6%
1990	€ 119,08; 52,0%	€ 96,18; 42,0%	€ 13,74; 6,0%	€ 1.650,29; 40,0%	€ 1.637,91; 39,7%	€ 837,52; 20,3%
1991	€ 216,08; 74,0%	€ 64,24; 22,0%	€ 11,68; 4,0%	€ 2.158,47; 46,6%	€ 1.574,85; 34,0%	€ 898,59; 19,4%
1992	€ 176,62; 73,9%	€ 52,58; 22,0%	€ 9,56; 4,0%	€ 1.842,89; 39,2%	€ 2.082,65; 44,3%	€ 771,00; 16,4%
1993	€ 153,18; 74,0%	€ 45,54; 22,0%	€ 8,28; 4,0%	€ 1.605,70; 39,0%	€ 1.817,22; 44,2%	€ 692,16; 16,8%
1994	€ 239,02; 74,0%	€ 71,06; 22,0%	€ 12,92; 4,0%	€ 3.018,99; 55,5%	€ 1.686,28; 31,0%	€ 734,35; 13,5%
1995	€ 326,43; 69,9%	€ 140,57; 30,1%	€ 0,00; 0,0%	€ 3.194,53; 57,6%	€ 1.863,48; 33,6%	€ 488,05; 8,8%
1996	€ 404,43; 68,2%	€ 188,57; 31,8%	€ 0,00; 0,0%	€ 4.030,70; 59,7%	€ 1.910,70; 28,3%	€ 810,19; 12%
1997	€ 696,92; 91,7%	€ 63,08; 8,3%	n,b	€ 7.038,45; 72,9%	€ 1.844,09; 19,1%	€ 772,40; 8%
1998	€ 941,45; 88,9%	€ 105,90; 10,0%	€ 11,65; 1,1%	€ 11.004,65; 76,1%	€ 2.226,96; 15,4%	€ 1.229,17; 8,5%
1999	€ 1.356,03; 79,3%	€ 203,49; 11,9%	€ 150,48; 8,8%	€ 16.978,21; 67,6%	€ 6.078,00; 24,2%	€ 2.059,49; 8,2%
2000	€ 1.602,18; 83,6%	€ 74,74; 3,9%	€ 239,56; 12,5%	€ 25.294,70; 72,3%	€ 6.437,38; 18,4%	€ 3.253,68; 9,3%
2001	€ 1.464,50; 77,6%	€ 113,23; 6,0%	€ 307,62; 16,3%	€ 17.348,26; 71,3%	€ 4.209,33; 17,3%	€ 2.773,78; 11,4%
2002	€ 1.293,47; 75,1%	€ 43,06; 2,5%	€ 385,80; 22,4%	€ 17.086,70; 61,8%	€ 4.091,96; 14,8%	€ 6.497,37; 23,5%
2003	€ 1.028,90; 94,2%	€ 17,48; 1,6%	€ 45,87; 4,2%	€ 18.883,25; 64,9%	€ 4.946,31; 17,0%	€ 5.266,36; 18,1%
2004	€ 1.534,56; 92,5%	€ 63,04; 3,8%	€ 61,38; 3,7%	€ 29.240,45; 79,2%	€ 5.907,16; 16,0%	€ 1.772,15; 4,8%
2005	€ 1.829,28; 78,3%	€ 11,68; 0,5%	€ 495,28; 21,2%	€ 36.563,50; 77,7%	€ 5.882,16; 12,5%	€ 4.611,61; 9,8%
2006	€ 1.842,40; 77%	€ 167,49; 7,0%	€ 382,84; 16,0%	€ 52.235,11; 73,4%	€ 9.251,45; 13,0%	€ 9.678,44; 13,6%

Tabel toont de syndicering van private equity investeringen in Nederland en in de Europese Unie. Data is afkomstig van de European Venture Capital Association (EVCA). Er is geen sprake van syndicering indien één private equity investeerder in de onderneming investeert. Hierbij kan eventueel wel worden samengewerkt met andere niet-private equity investeerders. Binnenlandse syndicering heeft betrekking op gezamenlijke investering door twee of meer private equity fondsen gevestigd in hetzelfde land ongeacht het land van vestiging van de portefeuilleonderneming. Grensoverschrijdende syndicering is gedefinieerd als een gezamenlijke investering door één of meer binnenlandse in combinatie met één of meer buitenlandse private equity investeerders. n.b. = niet bekend

te spreiden bij grotere investeringen of omdat samenwerkende private equity investeerders meer waarde toe kunnen voegen aan een bedrijf. Het risico van het samenwerken met andere private equity investeerders is echter dat er coördinatie problemen kunnen ontstaan tussen de financiers (Schmeits, 2007). In de jaren tachtig vindt in

Nederland en Europa regelmatig syndicering plaats. Het percentage gesyndiceerde deals ligt tussen 50 en 60 %. Na 1991 is in Nederland de overgrote meerderheid van de private equity investeringen zonder syndicering. Meestal wordt samenwerking gezocht met een andere binnenlandse private equity investeerder. De samenwerking met buitenlandse private equity investeerders gebeurt veelal bij grote transacties. Omdat deze transacties hoogstens een paar keer per jaar voorkomen varieert het beeld dus ook sterk van jaar tot jaar. Het lijkt er echter op dat na 1999 raakt samenwerking met buitenlandse private equity vaker voorkomt. Met name in 2002 en 2005 wordt er verhoudingsgewijs veel samengewerkt met buitenlandse private equity investeerders.

Het geld dat in 2006 in private equity wordt belegd is afkomstig van banken (30,8 %), *funds of funds* (25,3 %), pensioenfondsen (16,8 %), verzekeringsmaatschappijen (8,8 %), particuliere beleggers (7,2 %), bedrijven (5,3 %), overheden (4,3 %) en overigen (1,5 %). De *funds of funds* zijn een recente ontwikkeling. De *funds of funds* betreffen beleggingsfondsen in private equity waardoor met geringe investeringen kan worden deelgenomen in een gespreide portefeuille van private equity beleggingen. Banken zijn de traditionele beleggers in private equity in Nederland.

Samengevat heeft private equity in ons land een belangrijke groei doorgemaakt. Aanvankelijk bestaat de Nederlandse markt voornamelijk uit groei en expansiefinancieringen. In aantallen komt expansiefinanciering in elk jaar sinds 1985 het meest voor. De eerste private equity golf aan *buyout*financieringen zoals die zich in de jaren tachtig in Amerika voordeed is grotendeels aan Nederland voorbij gegaan. Vanaf 1996 worden *buyout*financieringen in Nederland belangrijker. Vooral vanaf 2001 groeit de *buyout* markt snel, met name gedreven door een beperkt aantal grote transacties. Het merendeel van de *buyout* transacties in Nederland betreffen *buyouts* van kleine en middelgrote niet-beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-private*). Het van de beurs halen van bedrijven (*public-to-private*) door professionele private equity spelers komt in de periode januari 1985 tot en met juni 2007 slechts 13 keer voor. Mega *buyouts* zoals Vendex KBB en VNU komen in Nederland niet vaak voor en dit segment wordt vrijwel uitsluitend bediend door Angelsaksische private equity investeerders, soms in samenwerking met een Nederlandse private equity speler.

3.2.3. Waardecreatie, desinvesteringen en private equity rendementen

Er zijn drie bronnen tot waardecreatie voor private equity investeerders (Apax, 2006). Ten eerste kunnen private equity investeerders een arbitragestrategie volgen waarbij ondergewaardeerde activa worden gekocht die daarna tegen een hogere prijs worden verkocht. Een voorbeeld betreft het opdelen van een onderneming om daarna de onderdelen aan de hoogste bidder te verkopen. Het rendement wordt bij deze strategie behaald indien de verkoopopbrengst van de bedrijfsonderdelen hoger is dan de overnameprijs die voor de onderneming als geheel is betaald. Het is echter ook mogelijk om ondergewaardeerde aandelen op de beurs te kopen om deze later bij een verbeterd beursklimaat weer te verkopen. Een goed voorbeeld van een dergelijke arbitragestrategie is de *buyout* van Gibson Greeting Cards in 1982 (Jin and Wang, 2002). De onderneming wordt door het management en Wesray Capital gekocht voor \$80 miljoen van de beurs gehaald en anderhalf jaar later in een verbeterd beursklimaat opnieuw naar de beurs gebracht voor \$290 miljoen. Dit zonder noemenswaardige veranderingen in de bedrijfsvoering door te voeren. Tegenwoordig is er kritiek op deze handelswijze waarbij private equity investeerders hun investeringen '*flippen*'. Zo bracht KKR het Duitse chemiebedrijf Celanese naar de beurs na het nog geen jaar in bezit te hebben gehad (Cao and Lerner, 2006). Deze '*quick flips*' gebeuren echter bij hoge uitzondering (OECD, 2007). Gemiddeld duurt het drie tot vijf jaar voordat een private equity investeerder zijn investering verzilverd.

Ten tweede kan de efficiency van de bedrijfsvoering worden verbeterd. Hierbij kan gedacht worden aan kostenbesparingen, het beter samenwerken tussen bedrijfsonderdelen of het aanpassen van de vermogensstructuur. Het gebruik van vreemd vermogen ter financiering van de *buyout* kan veel voordelen opleveren. De rente op de leningen is in tegenstelling tot dividenden fiscaal aftrekbaar. Bovendien kan door het financieren met vreemd vermogen de rentabiliteit op het eigen vermogen worden vergroot. Dit effect staat bekend als het financiële

hefboomeffect. Daar staat tegenover dat de kans op faillissement toeneemt als er teveel met vreemd vermogen wordt gefinancierd. De voor- en nadelen van vreemd vermogen leiden tot een bepaald evenwicht tussen eigen en vreemd vermogen. De private equity investeerder is op zoek naar deze waardemaximaliserende verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. Dit betekent dat private equity investeerders de financieringsstructuur zullen aanpassen aan de omstandigheden en toekomstplannen van de onderneming. Het is immers in hun belang om de onderneming te laten voortbestaan en de waarde van hun investering toe te zien nemen.

Het financieren met vreemd vermogen heeft naast bovengenoemde voordelen ook een disciplinerend effect op het management. Door het verhogen van de schuldenlast wordt de vrij besteedbare kasstroom beperkt waardoor het management aangezet wordt tot een efficiënte bedrijfsvoering en dus waardecreatie. Een voorbeeld van dergelijke waardecreatie betreft de *buyout* van de Amerikaanse supermarktketen Safeway in 1986. Ter financiering van de *buyout* werd \$ 5,7 miljard leningen aangetrokken. Twee jaar na de *buyout* was de schuldenlast teruggebracht tot \$ 3,1 miljard door 1200 winkels te verkopen en de opbrengst te gebruiken om de leningen af te lossen. Daarnaast werden kosten bespaard door meer efficiënte bedrijfsvoering. Na deze aanpassingen was Safeway omgevormd tot weliswaar een kleinere maar ook een meer winstgevende onderneming.

Het management en de werknemers kunnen tevens worden geprikkeld door waardecreatie door hen resultaatafhankelijk te belonen of mede-eigenaar van de onderneming te maken. Managers investeren vaak een aanzienlijk gedeelte van hun persoonlijke vermogen in de onderneming. Voor middelgrote bedrijven kan dit oplopen tot twee keer het jaarsalaris (Meerkatt en Rose, 2006). Dit speelt tevens een belangrijke rol bij de waardecreatie in de eerdergenoemde Safeway *buyout*. Een manager merkt op: “[T]he transformation from being managers to co-owners may have been the most powerful stimulus of all [...]. It was now, after all, our money, too” (Magowan, 1989, pagina 14).

Een derde bron van waardecreatie betreft groei van de onderneming. Dit vereist veelal een actieve houding van private equity investeerders. De best presterende private equity investeerders hebben dan ook analisten in dienst die diepgaand onderzoek verrichten naar de groeiomgankelijkheden van de doelwitvennootschap alvorens een bod op de onderneming wordt uitgebracht (Mankins, 2007). De aanwezigheid van een dergelijk actieplan verklaart mogelijk waarom private equity fondsen vaak als winnaar uit de bus komen bij een competitief biedingsproces (Ernst & Young, 2006). De private equity investeerder stelt zich hierbij op als partner van het management en biedt toegang tot haar ondersteunend netwerk en denkt mee over de bedrijfsvoering. Tegenwoordig is er sprake van een *buy-and-build* of *leveraged build-up* strategie waarbij een horizontale bedrijfstakconcentratie wordt nagestreefd (Smit, 2004). Nadat de private equity investeerder een onderneming in een bepaalde bedrijfstak heeft overgenomen volgen vervolg-acquisities die tot doel hebben om synergie voordelen tussen de verschillende bedrijven te realiseren. Ook een verticale *buy-and-build* strategie is mogelijk waarbij bedrijven in dezelfde bedrijfskolom worden samengevoegd. Een voorbeeld in Nederland betreft de afvalophaler Van Gansewinkel en de afvalverwerker AVR die door private equity investeerder KKR zijn gefuseerd (Smit en van den Berg, 2007).

Tegenwoordig wordt de meeste waarde gecreëerd door de actieve inbreng van private equity investeerders. Uit een onderzoek uitgevoerd onder 50 *buyouts* blijkt dat 63 % van de waardecreatie tot stand is gebracht doordat het bedrijf beter presteert dan de bedrijfstakgenoten (Heel en Kehoe, 2005). Slechts vijf procent van de waarde is afkomstig van arbitrage en 32 procent van verbeterde marktomstandigheden en het verhogen van de schuldenlast. De meeste waarde wordt gecreëerd indien de private equity investeerder minstens de helft van haar tijd besteed aan de onderneming gedurende de eerste honderd dagen na de *buyout*. Dit verschilt van de jaren tachtig. In de periode 1986-1990 is 41 procent van de waardecreatie het resultaat van het verhogen van de schuldenlast gevolgd door het verbeteren van de operationele prestaties van het bedrijf met 34 procent (Asset Alternatives, 2001). De huidige nadruk op efficiency verbeteren en groei van de onderneming kan wellicht worden toegeschreven aan oplopend risico dat de waarderingen (de exit koers-winstverhouding) niet verder kan stijgen (Bank DeGroof, 2007). Daarnaast houden private equity investeerders management scherp in de gaten zodat bij

Tabel 3.6 | Desinvesteringen in Nederland gedurende de periode 2002-2006

	2002	2003	2004	2005	2006
	duizenden; %	duizenden; %	duizenden; %	duizenden; %	duizenden; %
Beursgang/verkoop van aandelen aan publiek	€ 28.161; 7,11%	€ 16.705; 1,80%	€ 59.087; 5,86%	€ 50.815; 3,95%	€ 102.625; 6,81%
Doorverkoop strategische koper	€ 56.295; 14,21%	€ 375.647; 40,37%	€ 149.583; 14,83%	€ 101.766; 7,91%	€ 370.350; 24,59%
Doorverkoop andere private equity investeerder	€ 16.572; 4,18%	€ 115.817; 12,45%	€ 98.645; 9,78%	€ 147.576; 11,47%	€ 301.101; 19,99%
Doorverkoop financiële instelling	€ 0; 0,00%	€ 60.000; 6,45%	€ 80.721; 8,00%	€ 1.082; 0,08%	€ 40.000; 2,66%
Doorverkoop aan het zittende management	€ 10.968; 2,77%	€ 6.197; 0,67%	€ 10.457; 1,04%	€ 161.211; 12,53%	€ 109.606; 7,28%
Aflossen leningen	€ 52.015; 13,13%	€ 49.043; 5,27%	€ 177.416; 17,59%	€ 31.024; 2,41%	€ 382.450; 25,39%
Afschrijvingen	€ 218.189; 55,09%	€ 98.819; 10,62%	€ 161.426; 16,01%	€ 25.949; 2,02%	€ 55.691; 3,70%
Overige exits	€ 13.835; 3,49%	€ 208.230; 22,38%	€ 271.073; 26,88%	€ 767.282; 59,63%	€ 144.319; 9,58%
Totaal deinvesteringen	€ 396.035	€ 930.458	€ 1.008.408	€ 1.286.705	€ 1.506.142

Tabel toont exits in Nederland gedurende 2002-2006. Bedragen zijn in duizenden euro's en als percentage van het totaal bedrag dat in een jaar is gedesinvesteerd. Data is afkomstig van de European Venture Capital Association (EVCA). De desinvesteringen zijn gewaardeerd tegen de kostprijs van de investering.

achterblijvende resultaten snel kan worden ingegrepen door bijvoorbeeld het zittende management te vervangen (Ernst & Young, 2006). Tweederde van deze interventies is succesvol en zorgt ervoor dat het bedrijf weer voldoet aan de verwachtingen.

Kenmerkend voor private equity investeringen is dat het illiquide investeringen zijn die pas verzilverd worden bij verkoop. De gemiddelde investeringsperiode is drie tot vijf jaar. Er zijn verschillende mogelijkheden voor een private equity investeerder om daarna de aandelen in de portefeuilleonderneming te verkopen. Ten eerste kunnen de aandelen van succesvolle bedrijven uit de private equity portefeuille tijdens of na een beursgang verkocht worden (Giot en Schwiendacher, 2007). Ten tweede kunnen de aandelen verkocht worden aan een strategische koper zoals een bedrijfsgenoot van de portefeuilleonderneming. Ten derde bestaat de mogelijkheid om te verkopen aan het management van de portefeuilleonderneming via een management *buyout*. Een vierde exit mogelijkheid is dat de onderneming overgenomen wordt door een financiële speler zoals een andere private equity investeerder via een *secondary buyout*. In Europa zijn *secondary buyouts* de laatste jaren toegenomen (Wright, Renneboog, Simons en Scholes, 2006). Een laatste exit mogelijkheid is dat de investering wordt afgeschreven. Dit gebeurt als de portefeuilleonderneming minder waard is geworden. Tabel 3.6 toont de keuze voor de verschillende exit mogelijkheden in Nederland gedurende de jaren 2002-2006. De gegevens zijn afkomstig van de European Venture Capital Association (EVCA). Het gedesinvesteerde bedrag is gegroeid van € 396 miljoen in 2002 tot € 1,5 miljard in 2006. In 2002 zijn er relatief veel afschrijvingen als gevolg van het opschonen van de beleggingsportefeuille. Vooral de *venture capital* investeringen gedaan in informatie technologie bedrijven gingen verloren omdat de betreffende bedrijven niet levensvatbaar bleken.

Net als elders in Europa heeft in Nederland de *secondary buyout* aan populariteit gewonnen. Deze *secondary buyouts* vinden om verschillende redenen plaats. De onderneming kan groeiplannen hebben die niet door de huidige private equity investeerder kunnen worden gefinancierd wegens gebrek aan financiële middelen. Een nieuwe private equity investeerder kan wellicht beter in deze financieringsbehoefte voorzien. Ook kan het eenvoudigweg zijn dat nadat het plan waarop aanvankelijk geïnvesteerd is, is uitgevoerd, waarna de huidige private equity inves-

Tabel 3.7 | Overzicht van private equity rendementen

Studie	Database, regio en tijdsperiode	IRR			Publieke marktequivalent (PME)		
		[IRR minus rendement op de MSCI beursindex voor de VS over dezelfde periode]			Private equity	Venture capital	Buyouts
		Private equity	Venture capital	Buyouts	Private equity	Venture capital	Buyouts
Ljungqvist en Richardson (2003)	Portefeuille grote bank in de VS, 1981-2002	19,8% [7,8%]	14,1% [2,1%]	21,8% [9,8%]	1,25	n.b.	n.b.
Jones en Rhodes-Kropf (2004)	Venture Economics, EU en VS, 1980-2002	9,2% [-4,6%]	19,3% [5,5%]	4,6% [-9,2%]	n.b.	n.b.	n.b.
Phalippou en Gottschlag (2006)	Venture Economics, EU en VS, 1980-2003	9,9% [-4,6%]	8,5% [-5,1%]	13,7% [0,1%]	0,82	0,76	0,97
Kaplan en Schoar (2005)	Venture Economics, EU en VS, 1980-2001	18% [3%]	17% [2%]	18% [3%]	1,05	1,21	0,93
Nikoskelainen en Wright (2007)	CMBOR, VK, 1995-2004	22,2% [n.b.]	n.b.	22,2% [n.b.]	n.b.	n.b.	n.b.
Diller en Kaserer (2007)	Venture Economics, Europa, 1980-2003	14,1% [0,5%]	12,5% [-1,1%]	15,6% [2%]	1,03	1,01	1,06

Tabel toont een overzicht van wetenschappelijke studies die het rendement op private equity meten. De internal rate of return (IRR) is gedefinieerd als de disconteringsvoet waartegen uitgaande kasstromen behorende bij de investering worden verdisconteerd zodat deze gelijk zijn aan de ingaande kasstromen. De publieke marktequivalenten (PME) meet het rendement van private equity ten opzichte van het rendement op de beursindex en houdt daarbij rekening met de wisselende hoeveelheid belegd vermogen van het private equity fonds. n.b. = niet berekend. Tabel is gedeeltelijk afkomstig uit Smit en Van den Berg, 2007, pagina 306.

teerder het rendement op haar investering wil realiseren door verkoop aan een andere private equity speler die verwacht een goede investering te doen (NVP, 2006).

Daarnaast kan een private equity investeerder ook tussentijds geld onttrekken aan de onderneming door het zich laten uitkeren van dividend of door haar adviezen in rekening te brengen. Dit veroorzaakt een mogelijk belangenconflict tussen de private equity investeerder en vreemd vermogen verschaffer. Daarom maakt de onderneming gedetailleerde afspraken met de vreemdvermogensverschaffers over bijvoorbeeld kasstroom/schuld ratio's, eigen vermogen/schuld ratio's en toekomstige dividenduitkeringen. Dividenduitkeringen kunnen om die reden meestal niet gebeuren zonder toestemming van de banken zelf en in sommige gevallen herfinancieren banken zelfs de uitgekeerde dividenden.

Het gemiddelde rendement dat private equity investeerders behalen is vergelijkbaar met het rendement van beursgenoteerde aandelen. Het rendement op een private equity investering wordt veelal gemeten aan de hand van de interne rentevoet (IRR). De IRR is gedefinieerd als de disconteringsvoet waartegen uitgaande kasstromen behorende bij de investering worden verdisconteerd zodat deze gelijk zijn aan de ingaande kasstromen. Tabel 3.7 toont dat de IRR varieert van negen tot twintig procent. Er zijn drie academische studies die een hoger private equity rendement vinden dan het rendement op de beursindex terwijl twee studies het omgekeerde rapporteren. De verschillen worden grotendeels veroorzaakt door verschillen in steekproefperiode. De gemiddelde IRR gaat echter voorbij aan het feit dat een kleine groep private equity fondsen beter presteert dan de beursindex (Bank DeGroof, 2007). Bovendien is er sprake van persistentie. Private equity investeerders die goed hebben gepresteerd in het verleden hebben een grotere kans om ook in de toekomst goed te presteren (Kaplan en Schoar, 2005).

De methodologie om het rendement op private equity te berekenen zijn betwistbaar (Bank DeGroof, 2007). De private equity rendementen kunnen niet zonder meer vergeleken worden met de marktrendementen. Dit komt omdat de rendementen berekend worden over het geïnvesteerde vermogen. Tegenwoordig zijn veel professionele private equity fondsen georganiseerd als een zogeheten *limited partnership* waarbij geld wordt ingebracht door institutionele beleggers (*limited partners*) en beheert wordt door een fondsmanager (*general partner*). Deze private equity fondsen hebben een beperkte levensduur van gemiddeld tien jaar. Het door institutionele beleggers

gecommitteerde vermogen wordt doorgaans niet in één keer opgevraagd maar pas wanneer zich interessante investeringsmogelijkheden voordoen. Daarnaast keert een private equity fonds alleen geld uit op het moment dat investeringen in portefeuilleondernemingen gerealiseerd worden. Dit gebeurt doorgaans in de tweede helft van de looptijd van het private equity fonds. Kortom, het berekenen van rendementen op private equity beleggingen wordt bemoeilijkt door problemen met het bepalen van het patroon van de kasstromen van deze beleggingen en het moment waarop *commitments* worden omgezet in feitelijke investering⁶. Ook de NVP (2005) wijst beleggers op het feit dat ze zich moeten realiseren dat het niet ongebruikelijk is dat afwijkende en inconsistente IRR's gerapporteerd kunnen worden gedurende de beginfase van een fonds. De NVP (2005) adviseert om die reden naast de IRR ook een veelvoud te gebruiken van de originele kostprijs.

De IRR overschat het daadwerkelijke rendement omdat een aanzienlijk deel van het toegezegde vermogen bij de start van het fonds nog niet is opgevraagd en een lager rendement opbrengt in een alternatieve belegging (Smit en van den Berg, 2007). Daarom wordt gebruik gemaakt van publieke marktequivalenten (PME) die het rendement van private equity meet ten opzichte van het rendement op de beursindex en daarbij rekening houdt met de wisselende hoeveelheid belegd vermogen. Wanneer de PME groter is dan één presteert private equity beter dan een belegging in beursgenoteerde aandelen gedurende dezelfde periode.

Drie van de vier studies laten een PME groter dan één zien. Echter voor de *buyouts* geldt dat de PME ongeveer gelijk is aan één. Alleen Diller en Kaserer (2007) rapporteren dat *buyouts* beter presteren dan de markt. De *buyouts* laten een PME hoger dan één zien in de jaren tachtig en sinds 2000. Jones en Rhodes-Kropf (2004) en Kaplan en Schoar (2005) laten zien dat *venture capital* het beter doet dan *buyouts* met name in de jaren negentig. Phalippou en Gottschlag (2006) rapporteren echter het tegenovergestelde. Nikoskelainen en Wright (2007) bestuderen een steekproef van 321 *buyout* exits in het Verenigd Koninkrijk gedurende de jaren 1995-2004. De auteurs vinden dat de IRR positief gerelateerd is aan de omvang van de transactie en het aantal overnames dat door de portefeuille onderneming is gepleegd. De IRR is het hoogst indien de aandelen worden verkocht via een beursgang.

Samenvattend zijn efficiencyverbeteringen en groei belangrijke bronnen tot waardecreatie bij private equity investeringen. De arbitragestrategie waarbij ondergewaardeerde activa worden gekocht die daarna tegen een hogere prijs worden verkocht, lijkt minder populair in de afgelopen jaren. De private equity investeerder is er veel aan gelegen om de waarde van de portefeuilleonderneming te vermeerderen om zo een rendement op haar investering te boeken. Daarnaast staat ook de reputatie van het private equity huis op het spel. Slaagt de private equity investeerder er niet in om voldoende rendement op haar investeringen te behalen zullen institutionele beleggers minder bereid zijn om additioneel geld te investeren of deel te nemen aan nieuwe private equity fondsen die door de fondsbeheerder worden opgezet.

Kenmerkend voor private equity investeringen is dat het illiquide investeringen zijn die pas verzilverd worden bij verkoop. Er zijn verschillende mogelijkheden voor private equity investeerders om hun aandelenbezit te verzilveren. Dit kan bijvoorbeeld gebeuren via een beursgang van de onderneming, verkoop aan het zittende management via een management *buyout* of de portefeuilleonderneming te verkopen aan een andere onderneming. Verkoop aan een andere private equity speler via een *secondary buyout* komt in de afgelopen jaren steeds meer voor.

Tal van wetenschappelijke studies duiden op een slechts lichte *outperformance* van *venture capital* fondsen ten opzichte van de brede aandelenmarkt en het achterblijven van het rendement van *buyout* fondsen. Dit is opmerkelijk omdat vaak wordt gedacht dat private equity investeerders een hoger rendement eisen ter compensatie voor risico's, illiquiditeit van de investering en het monitoren van de onderneming (Cochrane, 2005).

⁶ "Performance: The enigma of private equity", *Financial Times*, 24 april 2007.

3-3

Venture capital

Venture capital betreft de financiering van jonge, startende ondernemingen. Ondernemingen die overwegen risicodragend kapitaal aan te trekken dienen in eerste instantie te beschikken over een gedegen ondernemingsplan. Het ondernemingsplan bevat onder andere een beschrijving van het bedrijf en de bedrijfstak, de eigenschappen en voordelen van het (te ontwikkelen) product, een grondige analyse van de markt, het operationele plan van de onderneming, prognoses van de groei, informatie omtrent het management van de onderneming en het financiële plan (NVP, 1991). De *venture capitalist* toetst het ondernemingsplan zorgvuldig om te zien of de desbetreffende ondernemer in aanmerking komt voor *venture capital* financiering. De kwaliteit en de persoonlijkheid van de ondernemer is hierbij van doorslaggevend belang omdat er veelal weinig financiële gegevens voorhanden zijn waarop de *venture capital* investeerder zich kan baseren. De ondernemer is degene die een gat in de markt heeft ontdekt en de technische kennis, contacten of know how bezit om dit gat te vullen en daarmee de spil waarom de onderneming draait.

Na een positieve beoordeling van het ondernemingsplan wordt vervolgens een participatiecontract opgesteld waarin de omvang, aard en duur van de deelneming alsook de betrokkenheid van de private equity investeerder wordt omschreven. Gedurende de deelname van de *venture capital* investeerder zal deze regelmatig op de hoogte gehouden willen worden van de vorderingen van de onderneming door middel van een periodieke rapportage. Daarnaast kan de *venture capital* investeerder ook een commissaris benoemen of eisen dat belangrijke ondernemingsbeslissingen eerst door hem moeten worden goedgekeurd.

Deze betrokkenheid van de *venture capital* investeerder wordt geacht bij te dragen aan een snellere ontwikkeling van de onderneming. Groei is doorgaans de belangrijkste bron tot waardecreatie bij *venture capital* investeringen. Europese ondernemingen die door *venture capitalist* investeerders worden ondersteund vertonen een twee keer zo snelle omzetgroei dan grotere ondernemingen (EVCA, 2002; EVCA, 2003). Ook investeren deze ondernemingen verhoudingsgewijs meer in onderzoek- en ontwikkeling (EVCA, 2002; EVCA 2003). Uit een enquête onder 351 Europese ondernemingen die *seed* kapitaal, *start-up* kapitaal of groeifinanciering hebben gekregen blijkt dat 90 % van de onderneming nieuwe banen heeft gecreëerd (EVCA, 2002). Gemiddeld worden 46 nieuwe werknemers aangetrokken (EVCA, 2002).

Deze bevindingen worden gesteund door wetenschappelijk onderzoek naar de macro-effecten van *venture capital*. Kortum en Lerner (2000) vinden dat de innovatie in een bedrijfstak positief samenhangt met de mate van *venture capital* financieringen in de bedrijfstak. Hellman en Puri (2000) rapporteren dat producten sneller op de markt worden geïntroduceerd als een *venture capital* investeerder bij de onderneming betrokken is. Audretsch (2002) toont dat het opstarten van nieuwe ondernemingen, iets wat door *venture capital* wordt gefaciliteerd, zorgt voor de creatie van nieuwe banen.

In dit rapport wordt geen nadere aandacht geschonken aan *venture capital* omdat de aandacht in de publieke discussie vooral uit gaat naar de *buyout* financieringen. *Buyout* financieringen worden in de volgende paragraaf besproken.

3-4

Buyouts

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de empirische literatuur over *buyouts*. De markt voor *buyouts* omvat drie typen transacties: (i) het overnemen van een beursvennootschap (*public-to-private*), (ii) het afstoten van een divisie van een beursgenoteerd bedrijf (divisionele *buyout*) en (iii) (management) *buyouts* van niet-beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-private*). Zoals eerder in dit hoofdstuk besproken worden deze transacties doorgaans gefinancierd met private equity en leningen. Het merendeel van de academische literatuur bestudeert *public-to-private* transacties in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Het van de beurs halen van een bedrijf kan gebeuren op initiatief van het zittende management. Het komt voor dat managers de overname alleen met geleend geld financieren en geen gebruik maken van private equity. Echter veelal wordt deels een beroep gedaan op private equity ter financiering van de overname. In beide gevallen wordt in de literatuur gesproken

over een management *buyout* (MBO). Het is ook mogelijk dat het bedrijf van de beurs verdwijnt door een bod dat is uitgebracht door een private equity investeerder. Hierbij neemt de private equity investeerder de eerste stap en neemt contact op met de ondernemingsleiding. Het is niet altijd duidelijk wie het initiatief tot de *public-to-private* transactie heeft genomen.

Een kanttekening bij dit literatuuroverzicht is dat *public-to-private* transacties uit de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk mogelijk niet geheel representatief kunnen zijn voor de overige twee typen *buyouts* en voor andere landen. Doorgaans kennen *public-to-private* transacties een grotere omvang en wordt een groter gedeelte van de overnamesom met leningen gefinancierd (Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach, 2007). Daarnaast gebruiken de meeste studies data uit de jaren tachtig. Zoals aangegeven in paragraaf 3.2.1 is de rol van private equity investeerders gewijzigd ten opzichte van deze periode. Daarnaast worden in de jaren tachtig veelvuldig bedrijven van de beurs gehaald via management *buyouts* zonder gebruik te maken van private equity. Niet alle besproken studies richten zich dus op *public-to-private* transacties waarbij private equity huizen betrokken zijn.

Het economische belang van *public-to-private* transacties moet tevens in perspectief worden geplaatst (OECD, 2007). In Amerika is er in 2006 voor \$120 miljard aan bedrijven van de beurs gehaald wat neerkomt op 1,5 % van het bruto binnenlands product. Voor Engeland gaat het in 2006 om 24 transacties met een totale waarde van 5,8 miljard pond ofwel 1,75 % van het bruto binnenlands product. In Continentaal Europa gaat het in 2006 om 16 transacties met een gezamenlijke waarde van € 25,7 miljard. Drie grote transacties maken 85 % van dit totaalbedrag uit. In 2006 maakten *public-to-private* transacties 20 % uit van het totaal aantal fusies en overnames tegenover 10 % in 2001 (OECD, 2007). In de Verenigde Staten maken *public-to-private* transacties 60 % uit van het totale bedrag geïnvesteerd aan *buyouts*, in het Verenigd Koninkrijk 30 % en in Continentaal Europa 10 % (OECD, 2007). Zoals eerder beschreven in paragraaf 3.2.2 zijn er in Nederland van 1985 tot en met juni 2007 slechts 13 afgeronde *public-to-private* transacties geweest waarbij een private equity investeerder betrokken is geweest. De meerderheid van deze transacties heeft een vriendelijk karakter gehad. Het merendeel van de *buyout* transacties in Nederland betreft kleine en middelgrote niet-beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-private*).

Paragraaf 3.4.1 behandelt de redenen voor bedrijven om van de beurs te gaan. Paragraaf 3.4.2 gaat over de overnamepremie die betaald wordt aan aandeelhouders van bedrijven die van de beurs worden gehaald. In paragraaf 3.4.3 komen de gevolgen voor obligatiehouders aan bod. Paragraaf 3.4.4 bespreekt de financiële prestaties na de *buyout*. Economische effecten van *buyouts* komen in paragraaf 3.4.5 aan bod. Paragraaf 3.4.6 besluit met een bespreking van de prestaties van *buyouts* nadat deze opnieuw naar de beurs zijn gebracht.

3.4.1. Waarom gaan bedrijven van de beurs?

Het aantal beursvennootschappen in Europa is door fusies, overnames en *public-to-private* transacties de laatste jaren sterk afgenomen. Deze aanhoudende trend wordt toegeschreven aan relatief lage beurswaarderingen en de gestegen kosten verbonden aan verscherpte regelgeving zoals *corporate governance* codes en de invoering van IFRS.

Bedrijven worden vaak van de beurs gehaald door het management van de beursvennootschap die hierbij al dan niet de hulp inroept van een private equity investeerder. Daarnaast brengen private equity investeerders ook zonder eerst benaderd te zijn door het management van de onderneming een bod uit. Het is ook mogelijk dat bestaande grootaandeelhouders de resterende aandelen willen opkopen en het bedrijf van de beurs willen halen. Deze paragraaf bespreekt de (gerelateerde) redenen waarom bedrijven van de beurs gaan. De belangrijke redenen die in de management *buyout* literatuur genoemd worden betreffen onderwaardering, beperkte aandacht voor het aandeel, belangentegenstellingen met aandeelhouders en diversificatie van het aandelenbezit van managers. Er wordt ingegaan op de mate waarop deze redenen al dan niet van toepassing zijn op *public-to-private* transacties die door private equity huizen worden geïnitieerd.

3.4.1.1. Onderwaardering

Maupin, Bidwell en Ortegren (1984) tonen aan dat begin jaren tachtig onderwaardering de belangrijkste reden was voor Amerikaanse managers om aandeelhouders uit te kopen via een management *buyout*. Hilgers, De Jong en Verboven (2001) rapporteren dat onderwaardering ook voor Nederlandse ondernemingen een reden is om de beurs de rug toe te keren. Onderwaardering is ook vandaag de dag in de media een veelgenoemde reden voor *public-to-private* 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 door het bedrijf van de beurs te halen (Lehn en Poulsen, 1989).

Private equity fondsen kunnen tevens van mening zijn dat de onderneming meer waard is dan de vigerende beurskoers. Gompers en Lerner (2001) stellen dat private equity investeerders voornamelijk investeren in ondernemingen die de mogelijkheid hebben om waarde te creëren maar over onvoldoende financiële middelen kunnen beschikken. Private equity fondsen volgen daarnaast soms een *buy-and-build* strategie waarbij ze zich richten op het overnemen van een aantal bedrijven binnen een bepaalde bedrijfstak met groeimogelijkheden. Vervolgens worden nieuwe managers met voldoende ervaring ingehuurd om deze groeimogelijkheden te realiseren. De waarde van de *public-to-private* transactie hangt daarmee tevens samen met de andere ondernemingen in de beleggingsportefeuille van het private equity fonds (Smit en DeMaeseneire, 2005). Private equity fondsen hebben daardoor niet alleen belangstelling voor ondergewaardeerde ondernemingen maar zijn tevens op zoek naar onbenutte groeimogelijkheden bij de onderneming en synergie-voordelen met andere ondernemingen in hun beleggingsportefeuille (Kester en Luehrman, 1995; Gompers en Lerner, 2001). Fidrmuc, Roosenboom en Van Dijk (2007) rapporteren dat ondernemingen die gedurende de periode 1997-2003 in het Verenigd Koninkrijk door private equity investeerders worden overgenomen minder ondergewaardeerd zijn dan management *buyouts*.

3.4.1.2. Beperkte aandacht voor het aandeel

Beperkte aandacht voor het aandeel kan een andere reden zijn om de beurs te verlaten. Boot, Gopalan en Thakor (2006) stellen dat verhandelbaarheid van aandelen en een lage vermogenskostenvoet belangrijke voordelen zijn van een beursnotering. Door een incurante handel in de aandelen van het bedrijf komen deze voordelen in gevaar (Bolton en Von Thadden, 1998). Daarnaast gaan incurante aandelen gepaard met minder aandacht voor het bedrijf 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 het bedrijf van de beurs te halen via een management *buyout*. Mehran en Peristiani (2006) vinden dat beperkte zichtbaarheid inderdaad de kans vergroot dat een bedrijf de Amerikaanse beurs zal verlaten. Fidrmuc, Roosenboom en Van Dijk (2007) vinden dat dit ook het geval is voor Engelse management *buyouts* in de periode 1997-2003 maar niet voor beursvennootschappen die door private equity investeerders worden overgenomen.

3.4.1.3. Aanwezigheid vrije kasstromen

De meeste artikelen over *public-to-private* transacties toetsen de vrije-kasstroom-hypothese 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 *public-to-private* 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. Dit kan leiden tot waardecreatie (Kaplan, 1989).

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

Private equity fondsen zijn doorgaans op zoek naar *buyout* kandidaten die worden gekenmerkt door de aanwezigheid van onbenutte groei mogelijkheden en een lage hoeveelheid kasmiddelen (Gompers en Lerner, 2001). Deze ondernemingen beschikken doorgaans niet over voldoende mogelijkheden om via de beurs geld aan te trekken om deze groei mogelijkheden te realiseren en voldoen daarmee niet aan het profiel van een onderneming met vrije kasstromen van Jensen (1986). Fidrmuc, Roosenboom en Van Dijk (2007) vinden dat de hoeveelheid kasmiddelen de kans op een management *buyout* inderdaad vergroot maar de kans op een overname door een private equity investeerder verkleint.

3.4.1.4. Diversificatie van aandelenbezit managers

Halpern, Kieschnick en Rotenberg (1999) en Elitzur, Halpern, Kieschnick en Rotenberg (1998) stellen dat managers een *public-to-private* transactie gebruiken om hun aandelenbezit in de onderneming te verzilveren zonder zeggenschap te verliezen. Door de management *buyout* met geleend geld te financieren kunnen de managers een (gedeelte van) hun aandelen in de onderneming verkopen en tegelijkertijd de controle over de onderneming behouden zolang ze aan de renteverplichtingen kunnen voldoen. Indien managers al over een omvangrijk aandelenbelang in de onderneming beschikken is het voor hen bovendien gemakkelijk om de resterende aandelen op te kopen zonder de hulp van een private equity fonds in te roepen. Deze reden is om van de beurs te gaan is daarom alleen van toepassing op management *buyouts*.

3.4.2. Rendementen voor pre-*buyout* aandeelhouders

Tabel 3.8 biedt een overzicht van twintig studies die kijken naar de overnamepremies die betaald worden om bedrijven van de beurs te halen. De betaalde overnamepremie ligt gemiddeld 45 % boven de vigerende beurskoers voorafgaand aan de aankondiging dat de onderneming wordt overgenomen. De aandeelhouders verkopen hun aandelen met winst aan het management en/of private equity investeerders die het bedrijf van de beurs willen halen. De koersreactie rondom de datum van aankondiging van de *public-to-private* transactie (dag 0) is positief en ligt gemiddeld tussen de 20 en 30 %⁷. In een recent artikel van Bargeron, Schlingemann, Stulz en Zutter (2007) worden de overnames door private equity investeerders bekeken. De koersreactie rondom de datum van aankondiging is ook hier gemiddeld 20 %.

⁷ Hierbij wordt de koersreactie rond het moment van aankondiging van de *public-to-private* transactie gemeten door een abnormaal rendement te berekenen in een periode rondom deze aankondiging. Dit abnormale rendement is het verschil tussen het werkelijke en het verwachte rendement. Meestal wordt gebruik gemaakt van het marktmodel om het verwachte rendement te bepalen. Hierbij wordt verondersteld dat de rendementen van individuele aandelen lineair zijn gerelateerd aan het marktrendement. Deze relatie wordt als volgt beschreven:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

waar α_i en β_i de parameters zijn van het marktmodel, die geschat worden over een schattingsperiode van voorafgaand aan de aankondiging. R_{it} en R_{mt} zijn respectievelijk de rendementen van aandeel i en het marktrendement in periode t . β_i meet de gevoeligheid van aandeel i ten opzichte van de markt – een maatstaf voor systematisch risico – en α_i meet het gemiddelde rendement over de periode dat niet verklaard wordt door de markt. Door middel van een regressie worden α_i en β_i geschat. ε_{it} vormt hier de storingsterm. Het abnormale rendement is het verschil tussen het werkelijke rendement gedurende en het verwachte rendement berekend aan de hand van de geschatte parameters van het marktmodel:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Het gemiddelde abnormale rendement (AAR) per dag wordt berekend door de optelsom van de abnormale rendementen van de individuele aandelen op die dag te delen door het aantal ondernemingen in de steekproef. Deze gemiddelde abnormale rendementen worden opgeteld over verschillende tijdsintervallen om de cumulatief abnormale rendementen (CAR) te verkrijgen.

Renneboog, Simons en Wright (2007) bestuderen de determinanten van de overnamepremie en koersreactie bij aankondiging. Er worden hogere overnamepremies betaald indien de onderneming over minder schulden beschikt voorafgaand aan de *public-to-private* transactie. Deze beperkte schuldenlast kan na de transactie worden verhoogd. Op die manier kan de winstbelasting worden verlaagd en is het voor de overnemer mogelijk een hogere overnameprijs te betalen. De belangrijkste determinant van de overnamepremie en koersreactie is de onderwaardering van het bedrijf voorafgaand aan de aankondiging van de overname. Bij een hogere onderwaardering is de overnemer bereid tot het betalen van een hogere prijs. Ook de aanwezigheid van meerdere bidders gaat gepaard met een hogere overnamepremie.

Hite en Vetsuypens (1988) bestuderen de koersreactie van ondernemingen die een bedrijfsonderdeel verkopen aan het management van het desbetreffende bedrijfsonderdeel via een management *buyout*. De auteurs rapporteren een kleine positieve koersreactie.

Dai (2007) bestudeert de koersreactie wanneer private equity fondsen en hedge fondsen aandelen kopen zonder het bedrijf in zijn geheel te willen overnemen. De gemiddelde *Private Investments in Public Equity* (PIPE) transactie gaat gepaard met positieve koersreactie. De auteur rapporteert dat zowel de korte als lange termijn koersreactie hoger is indien een private equity investeerder aandelen heeft gekocht. De private equity fondsen houden hun aandelen langer aan dan de hedge fondsen. Boven zijn ze nauwer bij de onderneming betrokken en nemen ze veelal zitting in het bestuursorgaan.

Aan de hand van wetenschappelijk onderzoek kan worden geconcludeerd dat er sprake is van een positieve koersreactie indien de onderneming (of een onderdeel daarvan) wordt overgenomen door de ondernemingsleiding en/of private equity investeerders. De koers stijgt tevens wanneer private equity investeerders een aandelenbelang in de beursvennootschap zonder deze in zijn geheel over te nemen.

3.4.3. Rendementen voor pre-*buyout* obligatiehouders

Deze paragraaf bespreekt de gevolgen van *public-to-private* transacties voor obligatiehouders van de doelwitvennootschap. Bij de aankondiging dat de onderneming van de beurs verdwijnt door middel van een *leveraged buyout* reageren de obligatiekoersen gemiddeld negatief (Asquith en Wizman, 1990; Warga en Welch, 1993). Een *buyout* gefinancierd met leningen vergroot de kans op betalingsproblemen en tast de kredietwaardigheid van de onderneming aan (Marais, Schipper en Smith, 1989). Dit benadeelt de bestaande vreemd vermogenverschaffers. Convenanten kunnen obligatiehouders echter tegen de waardedaling beschermen door bijvoorbeeld te stellen dat de bestaande schulden eerst moeten worden afgelost of de schuldtitels moeten worden ingekocht alvorens nieuwe leningen aan te trekken ter financiering van de *buyout*. Asquith en Wizman (1990) tonen dat in de periode 1980-1988 met name onbeschermd obligaties in koers dalen. Echter de verliezen voor obligatiehouders van doelwitvennootschappen zijn relatief klein in vergelijking tot de winsten voor aandeelhouders. Warga en Welch (1993) schatten de verliezen op zeven procent van de winsten voor aandeelhouders in de periode 1985-1989. De verliezen zijn groter naarmate de kredietwaardigheid voorafgaand aan de *buyout* slechter is. Marais, Schipper en Smith (1989) vinden een minimale negatieve koersreactie voor obligatiehouders in de periode 1974-1985. Hoewel wetenschappelijk onderzoek ontbreekt, stellen insiders dat ook nu onbeschermd obligatiehouders hun koers zien dalen bij een *leveraged buyout* (UBS, 2007).

Wanneer de *buyout* onderneming onverhoopt in betalingsmoeilijkheden komt zijn de verliezen echter te overzien. Citron, Wright, Ball en Rippington (2003) bestuderen *buyouts* in het Verenigd Koninkrijk die in betalingsproblemen komen. De zekergestelde kredietverschaffers weten gemiddeld 62 % van hun geld terug te krijgen en veel van de ondernemingen worden geherstructureerd en opnieuw doorverkocht. Andrade en Kaplan (1998) vinden dat voor Amerikaanse *buyouts* die hun betalingsverplichtingen niet na kunnen komen er nog altijd sprake is van even

hoge waarde als voorafgaand aan de *buyout*. Cotter en Peck (2001) vinden dat de kans op faillissement wordt verminderd indien een private equity investeerder toezicht houdt op het management omdat er dan met minder leningen gefinancierd hoeft te worden.

Samengevat daalt de obligatiekoers in reactie op de *buyout*. Door gebruik van convenanten kunnen obligatiehouders zich tegen deze negatieve gevolgen van de *buyout* beschermen. Deze convenanten kunnen bijvoorbeeld stellen dat bestaande obligatieleningen eerst moeten worden afgelost alvorens additionele leningen ter financiering van de *buyout* transactie kunnen worden aangetrokken. Hierbij moet worden opgemerkt dat het onderzoek zich vooral richt op Amerikaanse *buyouts* die in de jaren tachtig hebben plaatsgevonden. Dit beperkt de relevantie voor de Nederlandse situatie.

3.4.4. Financiële prestaties na de *buyout*

Verschillende studies hebben de financiële prestaties na de *buyout* gedocumenteerd. Deze studies vinden over het algemeen een verbetering in de winstgevendheid van ondernemingen die een *buyout* hebben ondergaan. Kaplan (1988) rapporteert verbeterde winstgevendheid voor Amerikaanse ondernemingen die in de periode 1980 tot 1986 van de beurs zijn gehaald. Ook Smith (1990) vindt dat de winstgevendheid verbeterd voor management *buyouts* in de periode 1977-1986. Deze betere financiële prestaties zijn niet alleen toe te schrijven aan verminderde investeringen of ontslagen. Bull (1989) stelt dat de hogere winstgevendheid te maken heeft met beter gemotiveerd management die de groeimogelijkheden van de onderneming beter weet te benutten. Seth en Easterwood (1993) tonen dat de hernieuwde strategische focus is een belangrijke reden voor de verbeterde financiële prestaties. Kaplan en Stein (1993) tonen echter dat voor de management *buyouts* die in de late jaren tachtig hebben plaatsgevonden er sprake was van minder goede prestaties na de *buyout*. Ofek (1994) vindt dat de winstgevendheid niet verbeterd indien het management niet slaagt in haar poging om het bedrijf van de beurs te halen. Er zijn vooralsnog weinig Amerikaanse studies die meer recente *buyouts* bestuderen. Een uitzondering betreft Guo, Hotchkiss en Song (2007). De auteurs vinden dat ook in de periode 1990-2006 sprake is van toegenomen winstgevendheid na de *buyout*. De financiële prestaties zijn hoger voor ondernemingen die na de *buyout* andere bedrijven overnemen terwijl de financiële prestaties van ondernemingen die bedrijfsonderdelen afstoten achterblijft.

Wright, Wilson en Robbie (1996) rapporteren dat ondernemingen in Engeland meer winst boeken na een management *buyout* ten opzichte van vergelijkbare niet-*buyout* ondernemingen gedurende de periode van twee tot vijf jaar na de *buyout*. Ook in Nederland is er sprake van toegenomen winstgevendheid met een gemiddelde jaarlijkse winstgroei van 9,5 % en een gemiddelde jaarlijkse omzetgroei van 13,4 % in de periode van drie jaar na de *buyout* (NVP, 2004). Desbrières en Schatt (2002) vinden daarentegen dat Franse management *buyouts* gedurende de periode 1988-1994 minder winstgevend zijn na de *buyout*. Voor een bespreking van de rendementen behaald op private equity investeringen in *buyouts* wordt verwezen naar paragraaf 3.2.3.

Cressy, Munari en Malipiero (2007) bestuderen een steekproef van 122 *buyouts* uit het Verenigd Koninkrijk. De auteurs vinden dat de winstcijfers van ondernemingen die private equity investeerders zijn opgekocht hoger zijn in vergelijking tot ondernemingen die geen *buyout* hebben ondergaan. Met name overnames door onafhankelijke private equity fondsen en private equity fondsen met ervaring in de bedrijfstak van de portefeuilleonderneming gaan gepaard met hogere winstgevendheid. Een opmerking bij dit onderzoek is dat het niet duidelijk is of de hogere winstgevendheid het gevolg is van een actieve inbreng van het private equity fonds. Een alternatieve verklaring is dat private equity fondsen beter in staat zijn om kwalitatief betere bedrijven ter investering te selecteren.

Een andere kanttekening bij deze studies is dat winstcijfers vertekend kunnen zijn door winststuring. Wu (1997) bestudeert 87 management *buyouts* in de Verenigde Staten gedurende 1980-1987. Hij vindt dat managers de winsten lager voorstellen dan ze in werkelijkheid zijn om zo de onderneming tegen een lage prijs van de beurs te

kunnen halen. Perry en Williams (1994) rapporteren soortgelijke bevindingen. Katz (2006) rapporteert dat managers de winsten kunstmatig verhogen wanneer de onderneming wordt overgenomen door private equity spelers in de hoop zo een hogere overnameprijs te kunnen bedingen. In de periode na de *buyout* maken ondernemingen die door private equity investeerders van de beurs zijn gehaald zich echter minder schuldig aan winststuring dan andere *buyout* ondernemingen. Beuselinck, Deloof en Manigart (2007) vinden ook een hogere kwaliteit van de winstrapportage voor Belgische ondernemingen die ondersteund worden door private equity investeerders.

Met enige voorzichtigheid kan worden gezegd dat de financiële prestaties na de *buyout* verbeteren. Er is enig bewijs dat private equity investeerders een positieve rol spelen bij het verbeteren van de winstgevendheid. Volgens wetenschappelijk onderzoek zijn de hernieuwde strategische focus van de onderneming en een beter gemotiveerd management belangrijke redenen voor de verbeterde prestaties.

3.4.5. Effecten van de *buyout* op de bedrijfsvoering

Buyouts hebben verschillende effecten op de bedrijfsvoering. Deze paragraaf bespreekt het effect op productiviteit, werkgelegenheid en innovatiekracht. Deze artikelen hebben veelal betrekking op management *buyouts* van niet-beursgenoteerde ondernemingen of op divisionele *buyouts*.

Bruining, Boselie, Wright en Bacon (2005) vinden een stijging van werkgelegenheid en salarissen en betere relaties met werknemers na een management *buyout* in Nederland en het Verenigd Koninkrijk. Amess en Wright (2007) vinden ook een stijging in de werkgelegenheid na een management *buyout* in Engeland. Amess, Brown en Thompson (2007) rapporteren dat werknemers meer zeggenschap hebben over hun werkzaamheden na de *buyout*. Geschoolde werknemers hebben minder toezicht nodig in vergelijking tot werknemers bij niet-*buyout* ondernemingen. Wiersema en Liebenskind (1995) vinden daarentegen dat de omzetgroei en werkgelegenheids-groei van Amerikaanse *buyouts* in de jaren tachtig achterblijft bij die van ondernemingen die hun beursnotering behouden. *Buyout* ondernemingen stoten meer ongerelateerde divisies af (*back-to-the-core business*) met een kleinere en meer gefocuste onderneming tot gevolg.

Een kanttekening bij deze studies is dat effecten op de werkgelegenheid moeilijk zijn vast te stellen wanneer bedrijfsonderdelen worden afgestoten en andere bedrijven worden overgenomen in de periode na de *buyout*. Bovendien is het lastig om het effect van private equity voor de economie als geheel vast te stellen (OECD, 2007). Zelfs in het geval de individuele *buyout* onderneming werknemers ontslaat kan dit op macro-niveau alsnog bijdragen aan groei en daarmee werkgelegenheid door een efficiëntere allocatie van kapitaal en arbeid (OECD, 2007). Wetenschappelijk over dergelijke macro-economische effecten ontbreekt echter.

Hebben *buyouts* invloed op de productiviteit van ondernemingen? Amess (2002, 2003) rapporteert een stijging van de productiviteit na een management *buyout* in het Verenigd Koninkrijk. Het grootste gedeelte van de *buyout* transacties heeft echter betrekking op de verzelfstandiging van bedrijfsonderdelen of zelfs een aantal fabrieken en niet op de koop van een gehele onderneming (Cumming, Siegel en Wright, 2007). Om een goed beeld te krijgen van de effecten van *buyouts* op de productiviteit is data op het niveau van bedrijfsonderdelen of fabrieken noodzakelijk. De data voor deze *buyout* transacties is lastig te verkrijgen. Er zijn echter een aantal uitzonderingen. Lichtenberg en Siegel (1990) rapporteren dat de productiviteit in fabrieken die gedurende 1972-1988 zijn verzelfstandigd via een *buyout* hoger ligt dan in vergelijkbare fabrieken die geen *buyout* hebben ondergaan. Werkgelegenheid en salarissen van niet-fabrieksarbeiders dalen na de *buyout*. De werkgelegenheid van fabrieksarbeiders blijft onaangestast. Er is geen sprake van een daling in de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling. Harris, Siegel en Wright (2005) bestuderen 979 Engelse management *buyouts* in de industriële sector die samen 4877 fabrieken draaiende houden. De auteurs vinden dat de fabrieken voorafgaand aan de *buyout* minder productief zijn dan andere vergelijkbare fabrieken. Echter na de *buyout* is er sprake van een sterke stijging van de productiviteit.

Het is mogelijk dat ondernemingen de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling verminderen om zo de leningen die zijn aangegaan ter financiering van de *buyout* terug te kunnen betalen. Long en Ravenscraft (1993) vinden dat er 40 % minder geld aan onderzoek en ontwikkeling wordt gespenseerd na de *buyout*. Ondernemingen die na de *buyout* geld aan onderzoek en ontwikkeling uitgeven presteren echter wel beter dan *buyout* ondernemingen die dit niet doen. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de meeste ondernemingen die van de beurs gehaald worden opereren in bedrijfstakken waarin onderzoek en ontwikkeling geen grote rol speelt. De invloed van *buyouts* op de totale uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling in de economie is daarmee beperkt (Hall, Berndt en Levin, 1990).

Verscheidende studies rapporteren echter dat de innovatiekracht van ondernemingen na een *buyout* juist toeneemt. Bruining en Wright (2002) vinden dat er in Nederland meer nieuwe producten worden ontwikkeld en dat er meer nieuwe markten worden aangeboord na een *buyout*. De betrokkenheid van een private equity investeerder speelt hierbij een positieve rol. Wright, Thompson en Robbie (1992) vinden meer productontwikkeling na een management *buyout* in het Verenigd Koninkrijk. Zahra (1995) rapporteert dat geld voor onderzoek en ontwikkeling effectiever wordt besteedt na een *buyout* in de Verenigde Staten.

Buyouts kunnen ook een effect hebben op de product markt. Chevalier (1995) bestudeert de prijzen in supermarkten die met geleend geld van de beurs zijn gehaald. Zij rapporteert dat deze supermarkten de prijzen van hun producten verhogen om zo de leningen terug te kunnen betalen. Deze prijsverhoging vindt echter alleen plaats indien de rivalen van de supermarkt ook kampen met een hoge schuldenlast. Slovin, Sushka en Bendeck (1991) en Goh, Gombola, Liu en Chou (2007) vinden dat de aankondiging van een *buyout* een positief koerseffect heeft op bedrijfstakgenoten. Een mogelijke verklaring is dat de *buyout* blijk geeft van gunstige private informatie over de vooruitzichten van de desbetreffende bedrijfstak.

Wright, Wilson, Robbie en Ennew (1996) bestuderen de kans op faillissement na een management *buyout*. Zij vinden dat de kans op falen kleiner is naarmate managers meer gemotiveerd zijn en er tijdig wordt begonnen met herstructurering. De kans op falen wordt vergroot indien er met een excessieve hoeveelheid wordt gefinancierd. Ook Kaplan en Stein (1993) vinden dat Amerikaanse ondernemingen die in de late jaren tachtig van de beurs zijn verdwenen vaker failliet gaan. Dit komt mogelijk door het financieren met meer risicovolle achtergestelde leningen.

De economische en sociale gevolgen van private equity in Nederland zijn in kaart gebracht met behulp van een enquête onder 46 Nederlandse *buyout* ondernemingen (NVP, 2004). De studie toont dat 56 % van de respondenten zich sneller heeft ontwikkeld door de *buyout*. In 54 % van de gevallen stijgt het aantal werknemers na de *buyout*. In die gevallen waarin de werkgelegenheid na de *buyout* is gestegen was er sprake van een stijging van gemiddeld 46 %. Een kanttekening bij dit onderzoek is echter dat de gegevens afkomstig zijn van een enquête waarbij alleen de nog bestaande en dus veelal succesvolle *buyout* ondernemingen hebben gereageerd. Evenwel bevestigt deze Nederlandse studie het beeld dat uit eerdere Amerikaanse studies naar voren is gekomen.

Samengevat vinden de meeste wetenschappelijke studies dat de werkgelegenheid na de *buyout* niet verminderd. De macro-economische effecten van private equity zijn moeilijk vast te stellen. De productiviteit en innovatiekracht van de onderneming verbeteren na de *buyout*. Betrokkenheid van private equity investeerders speelt hierbij mogelijk een positieve rol. Eén studie vindt dat de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling worden na de *buyout* worden verminderd. Echter de meeste *buyout* ondernemingen zijn niet actief in onderzoeksintensieve sectoren zodat de invloed van *buyouts* op de totale uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling in de economie beperkt is. Door te financieren met te risicovolle leningen of met teveel vreemd vermogen kan de kans op faillissement worden vergroot.

3.4.6. Terug naar de beurs

Zoals besproken in paragraaf 3.2 zijn private equity huizen na een periode van drie tot vijf jaar op zoek naar een manier om hun aandelenbezit te verzilveren (Hogan, Olson en Kish, 2001). Een manier is om de aandelen te verkopen ten tijde of na een beursgang via een zogeheten *reverse leveraged buyout*. Deze *reverse leveraged buyouts* vinden met name plaats in de Verenigde Staten en komen minder vaak voor in Europa.

Van de Gucht en Moore (1998) vinden dat de kans op een hernieuwde beursgang toeneemt totdat acht jaar na de *buyout* is vestreken. Daarna neemt de kans op een *reverse leveraged buyout* af. De auteurs rapporteren dat *buyouts* sneller opnieuw naar de beurs worden komen indien de onderneming actief is in een sector met goede vooruitzichten. Dit duidt erop dat managers een gunstig moment kiezen om het bedrijf opnieuw op de beurs te introduceren. Kaplan (1991) rapporteert dat divisionele *buyouts* naar de beurs worden gebracht zodra de benodigde herstructurerings succesvol zijn doorgevoerd.

Verschillende wetenschappelijke studies proberen iets te zeggen over de prestaties van de *buyout* ondernemingen in de niet-beursgenoteerde periode door de financiële prestaties van de *reverse leveraged buyouts* te bestuderen in de periode voorafgaand aan de hernieuwde beursgang. DeGeorge en Zeckhauser (1993) bestuderen 62 Amerikaanse *buyouts* gedurende de periode 1983-1987 die later weer naar de beurs terugkeren. Ze vinden dat voorafgaand aan de hernieuwde beursgang deze bedrijven meer winstgevend zijn dan andere bedrijven. Echter na de beursgang laten deze bedrijven slechtere winstcijfers zien. De koersprestaties van deze ondernemingen blijven echter niet achter bij die van andere ondernemingen. Muscerella en Vetsuypens (1990) en Singh (1990) tonen aan dat vooral Amerikaanse management *buyouts* van bedrijfsonderdelen van beursvennootschappen goede prestaties laten zien in de jaren voorafgaand aan de beursgang. De bedrijven slagen erin om kosten te besparen. Chou, Gombola en Liu (2006) vinden echter dat de winsten voormalige *buyouts* die opnieuw naar de beurs worden gebracht beter worden voorgesteld dan ze in werkelijkheid zijn door middel van winststuring. Holthausen en Larcker (1996) vinden echter geen aanwijzing voor slechtere beursprestaties of winstgevendheid na een hernieuwde beursgang van *buyouts*. Mian en Rosenfeld (1993) vinden dat de koersprestaties van *buyouts* iets beter zijn dan die van hun bedrijfstakgenoten. Jelic, Saadouni en Wright (2005) bestuderen management *buyouts* die door private equity investeerders naar de Londense beurs worden gebracht. De beursprestaties van deze ondernemingen zijn gemiddeld niet beter of slechter dan die van andere beursgangers. Echter wanneer de bedrijven door een private equity investeerder met een goede reputatie naar de beurs worden gebracht zijn de beursprestaties beter dan voor andere beursintroductions. In een meer recent artikel van Cao and Lerner (2006) wordt een grote steekproef van 496 Amerikaanse *reverse leveraged buyouts* in de periode 1980-2002 geanalyseerd. De auteurs vinden dat voormalige *buyouts* op de beurs beter presteren dan andere beursintroductions. In het bijzonder presteren grotere *buyouts* beter. Ook na de beursgang blijven private equity huizen belangrijke aandeelhouders met een gemiddeld aandelenbezit van 35 %. De ondernemingen blijven na de beursintroductie een hogere schuldenlast houden in vergelijking tot bedrijfstakgenoten. De auteurs vinden echter geen relatie tussen de schuldenlast en de beursprestaties van *reverse leveraged buyouts*.

Concluderend kan worden gesteld dat private equity investeerders na drie tot vijf jaar op zoek zijn om hun investering in de *buyout* onderneming te verzilveren. Dit kan gebeuren door een beurs(her-)introductie ofwel *reverse leveraged buyout*. Het blijkt dat voorafgaand aan de hernieuwde beursgang de onderneming beter presteert dan haar bedrijfstakgenoten. Hierbij moet echter worden opgemerkt dat dit het gevolg kan zijn van winststuring of het succesvol timen van de beursgang op het moment dat het bedrijf goed presteert. Bovendien komen alleen de meer succesvolle *buyout* ondernemingen in aanmerking voor een beursgang wat kan zorgen voor een vertekend beeld. Recent onderzoek toont dat *reverse leveraged buyouts* na de hernieuwde beursgang beter presteren dan reguliere beursintroductions.

Tabel 3.8 | Overnamepremies en koersreactie public-to-private transacties

Studie	Periode/ Land	Type public- to-private transactie	Aantal observaties	Gemiddelde premie	Periode koersreactie	Gemiddelde koersreactie
DeAngelo, DeAngelo en Rice (1984)	1973-80, VS	Alle	72	56,3%	-1,0 dagen -10,10 dagen	22,27% 28,05%
Lowenstein (1985)	1979-84, VS	MBO	28	56,0%	n.b.	n.b.
Torabzadeh en Berlin (1987)	1982-85, VS	Alle	48	n.b.	-1,0 maanden -1,1 maanden	18,64% 20,57%
Lehn en Poulson (1989)	1980-87, VS	Alle	244	36,1%	-1,1 dagen -10,10 dagen	16,30% 19,90%
Amihud (1989)	1983-86, VS	MBO	15	42,9%	-20,0 dagen	19,60%
Kaplan (1989)	1980-85, VS	MBO	76	42,3%	-40,60 dagen	26,00%
Marais, Schipper en Smith (1989)	1974-85, VS	Alle	80	n.b.	0,1 dagen -69,1 dagen	13,00% 22,00%
Asquith en Wizman (1990)	1980-88, VS	Alle	47	37,9%	n.b.	n.b.
Slovin, Suska en Bendeck (1991)	1980-88, VS	Alle	128	n.b.	-1,0 dagen -15,15 dagen	17,35% 24,86%
Lee (1992)	1973-89, VS	MBO	114	n.b.	-1,0 dagen -69,0 dagen	14,90% 22,40%
Frankfurter en Gunay (1992)	1979-84, VS	MBO	110	n.b.	-50,50 dagen -1,0 dagen	27,32% 17,24%
Travlos en Cornett (1993)	1975-83, VS	Alle	56	41,9%	-1,0 dagen -10,10 dagen	16,20% 19,24%
Lee, Rosenstein, Rangan en Davidson (1992)	1983-89, VS	MBO	50	n.b.	-1,0 dagen -5,0 dagen	17,84% 20,96%
Harlow en Howe (1993)	1980-89, VS	Alle	121	44,9%	n.b.	n.b.
Easterwood, Singer, Seth en Lang (1994)	1978-88, VS	MBO	184	32,9%	n.b.	n.b.
Van de Gucht en Moore (1998)	1980-92, VS	Alle	187	n.b.	-1,1 dagen -10,10 dagen	15,60% 20,20%
Weir, Liang en Wright (2005)	1998-2000, VK	Alle	95	44,9%	n.b.	n.b.
Goh, Gombola, Liu en Chou (2007)	1980-96, VS	Alle	323	n.b.	-20,1 dagen 0,1 dagen	21,31% 12,68%
Renneboog, Simons en Wright (2007)	1997-03, VK	Alle	177	41,0%	-1,0 dagen -5,5 dagen -40,40 dagen	22,68% 25,53% 29,28%
Bargeron, Schlingemann, Stulz en Zutter (2007)	1990-05, VS	Overnames door private equity investeerders	174	n.b.	-1,1 dagen -2,2 dagen -5,5 dagen	20,47% 20,80% 21,83%

De eerste kolom geeft de naam van de auteurs weer. Tweede kolom toont de bestudeerde periode en land. De derde kolom heeft betrekking op het type *public-to-private* transactie. Het kan hierbij gaan om management *buyouts* (MBO) waarbij het zittende management al dan niet met hulp van private equity het bedrijf van de beurs haalt of alle transacties inclusief de door private equity investeerders geïnitieerde transacties. De vierde kolom vermeldt de steekproefomvang van de studie. Kolom vijf toont de gemiddelde overnamepremie boven de vigerende beurskoers in de periode voorafgaand aan de bekendmaking van de *public-to-private* transactie. Kolom zes toont de periode waarover de koersreactie op de bekendmaking van de *public-to-private* transactie is gemeten. Kolom zes toont de gemiddelde koersreactie over de desbetreffende periode. De koersreactie ofwel het cumulatief abnormale rendement is gemeten als het werkelijke rendement en het te verwachten rendement. Voor nadere informatie wordt verwezen naar voetnoot 8 in dit rapport. n.b.=niet bekend. Tabel is gedeeltelijk afkomstig uit Wright, Renneboog, Simons en Scholes (2006, pagina 46).

Beschrijving casussen

In deze paragraaf zullen de activiteiten van private equity spelers betreffende Nederlandse beursvennootschappen worden omschreven. Deze activiteiten omvatten *public-to-private* transacties waarbij één of meerdere professionele private equity spelers betrokken zijn (paragraaf 3.5.1), pogingen tot overnames (paragraaf 3.5.2), en aankopen van bedrijfsonderdelen door private equity spelers (paragraaf 3.5.3).

3.5.1. Public to private transacties

We hebben *public-to-private* transacties waarin private equity spelers een rol spelen onderzocht van januari 1985 tot en met juni 2007. De exacte *public-to-private* cases zijn als volgt samengesteld. We hebben uit bronnen van het CBS (tot 1997), uit de Effectengids (1997-2003) en van de CBS-website (2003-2006) kunnen vaststellen welke ondernemingen in een bepaald jaar van de Amsterdamse beurs zijn verdwenen. Voor deze bedrijven hebben we proberen vast te stellen wat de reden van de beursexit was. Het gehanteerde criterium is dat één of meerdere professionele private equity investeerders de onderneming van de beurs halen. Overnames door investeringsmaatschappijen gehouden door particuliere investeerders zoals de overnames van William Pont (1987), KNSF (2001), Buco (2001) en Geveke (2002) worden buiten beschouwing gelaten. Soms nemen investeringsmaatschappijen ook een belang in een beursvennootschap zonder deze van de beurs te willen halen. Dit gebeurt bij EMBA (1985) en Porceleyne Fles (1992). Ook deze transacties worden hier niet meegenomen.

Er is gekozen om te kijken naar *public-to-private* transacties omdat de recente media aandacht naar deze transacties uitgaat. Zoals beschreven in paragraaf 3.4 zijn de *public-to-private* transacties mogelijk niet geheel representatief voor de *buyouts* van kleine tot middelgrote niet-beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-privates*) die in Nederland de meerderheid van het aantal *buyout*financieringen uitmaken.

De primaire bron voor het zoeken naar de reden is het Financieele Dagblad. Deze bron biedt informatie vanaf 1985 tot het heden. Voor elk bedrijf met een beursexit hebben we de reden gezocht door op ondernemingsnaam te zoeken in het jaar van de beursexit, de twee jaren daarvoor, en de jaren erna. Indien we de reden niet konden vinden hebben we gezocht in Google (met bedrijfsnaam en jaar van exit), en in Wikipedia (bedrijfsnaam). Voor de beursexit waarbij geen duidelijke exit-reden kon worden gevonden hebben we ook in Google de naam van het bedrijf gelinkt aan de termen 'private', 'privaat', 'hedge', 'participatiemaatschappij', en 'investeringsmaatschappij'. Ditzelfde hebben we gedaan in het Financieele dagblad. Indien we hiervoor links vonden hebben we deze verder onderzocht om te kijken naar de invloed van private equity.

In Appendix A is voor elke casus een beschrijving gegeven. Iedere casusbeschrijving begint met een korte samenvatting. Vervolgens worden de onderneming en de professionele private equity spelers beschreven. Ook gaan we in op de acties en reacties van de spelers, evenals de standpunten van vakbonden, ondernemingsraden, en de VEB. Het is belangrijk op te merken dat we ons hierbij alleen baseren op krantenartikelen en de betrokken partijen niet zelf om reacties hebben gevraagd. Via het NVP hebben we voor bepaalde cases informatie kunnen verkrijgen over de financiële gegevens na de transacties. Voor deze cases voegen we een tabel toe met financiële informatie voor en na de transactie. Tevens tonen we hoe de cases geclassificeerd zijn om tot een geaggregeerde tabel te komen. Tabel 3.9 bevat een overzicht van de *public-to-private* cases.

De lijst van 13 cases in Tabel 3.9 laat zien dat de eerste *public-to-private* transactie met invloeden van private equity plaatsvond in 1999 (voor 1985 hebben we geen data). Duidelijk wordt ook dat het aantal transacties per jaar hoger is na 2003 dan daarvoor. Zowel in 2003, 2004, 2005 en 2007 vinden we meerdere *public-to-private* transacties. Tabel 3.10 toont de private equity spelers die betrokken zijn bij de transacties.

Tabel 3.9

Overzicht cases afgeronde *public-to-private* transacties in Nederland met betrokkenheid van professionele private equity investeerders

Naam vennootschap	Jaar
Cindu	1999
Ahrend	2000
Helvoet	2002
Axa Stenman	2003
Burgman Heybroek	2003
Delft Instruments	2004
New Skies	2004
Vendex	2004
Petroplus	2005
SBS	2005
VNU	2006
Blydenstein	2007
Nedschroef	2007

Tabel 3.10

Professionele private equity spelers *public-to-private* transacties in Nederland

	Aantal transacties
ABN Amro Participaties	3
Alpinvest	3
KKR	3
NPM	3
Blackstone	2
Carlyle	2
Permira	2
HAL	1
Egeria	1
Friesland Bank Investments	1
H2 Equity Partners	1
Sofinim	1
MeesPierson	1
NIB	1
Riverstone	1
Hellman & Friedman	1
Gilde	1
Thomas H. Lee Partners	1
Parcom	1

De meest actieve private equity spelers in onze *public-to-private* cases zijn ABN Amro Participaties, Alpinvest, KKR, en NPM. Ook Blackstone, Carlyle en Permira zijn actief bij verschillende cases. De buitenlandse investeerders zijn veelal betrokken bij mega *buyouts* zoals die van VNU en Vendex. Verder blijkt dat de *public-to-private* transacties verdeeld zijn over een groot aantal private-equity spelers. In één geval is sprake van een indirecte overname. Burgman Heybroek wordt in 2003 overgenomen door bedrijfstakgenoot Spijker dat in handen is van private equity investeerders H2 Equity Partners, ABN Amro Capital, en NPM Capital.

Overigens zijn niet alleen private equity spelers betrokken bij *public-to-private* transacties, maar kunnen ook hedgefondsen een rol spelen. Zo speelde Knight Vinke een rol bij VNU. Knight Vinke, met een belang van 2%, wilde dat VNU een bod op een ander bedrijf terugtrok. Het kreeg steun van andere aandeelhouders, zoals Fidelity en Templeton, met een gezamenlijk belang van tussen de 30 en 40%. Knight Vinke wilde dat VNU andere alternatieven ging onderzoeken, waaronder een mogelijke verkoop van heel VNU. Dit leidde uiteindelijk tot de *public-to-private* transactie van VNU. Het hedge fonds K-Capital en de activist Guy Wyser-Pratte spelen een soortgelijke rol bij Vendex.

De activiteiten van de spelers zijn gedocumenteerd in Tabel 3.11. De tabel geeft een samenvatting van de cases die in de Appendix A zijn opgenomen.

In vijf gevallen, ofwel 38%, is het initiatief voor de *public-to-private* transactie gekomen uit het bedrijf zelf. Twee bedrijven kozen voor een beursexit doordat ze van mening waren dat de opbrengsten van een beursnotering niet opwoog tegen de kosten die hieraan verbonden waren. Twee bedrijven hadden behoefte aan een kapitaalinjectie, en ondervonden dat deze lastig te krijgen was met de huidige structuur. Kapitaalkrachtige private-equity spelers waren hierin de uitkomst. Eén onderneming had een andere reden om het initiatief te nemen: Cindu wilde de activiteiten verkopen en had geen kapitaalbehoefte meer.

In acht gevallen is het de private equity speler geweest die met het initiatief kwam. In de meeste van deze gevallen (7) kwam de private equity partij met een vriendelijk bod, d.w.z. waren de bedoelingen van de partij in overeenstemming met de wensen van het management. In één geval had het bod niet de steun van het management.

Het aantal partijen dat een bod uitbrengt op de onderneming is veelal één: in 11 cases biedt slechts één partij openlijk op de onderneming. In een geval zijn er twee concurrerende bidders die publiek bekend zijn. In het geval van New Skies Satellite waren er vele bidders. Het bijzondere in deze casus is dat de bidders alle activa willen overnemen, en ze dus geen openbaar bod op de aandelen doen.

Tabel 3.11 | *Verdere informatie afgeronde public-to-private transacties in Nederland met betrokkenheid van professionele private equity investeerders*

Initiatief		Aantal transacties	Percentage
Bedrijf	Beursmoe	2	15%
	Kapitaalbehoefte	2	15%
	Anders	1	8%
Winnende speler	Vriendelijk	7	54%
	Vijandig	1	8%
Kenmerken			
Aantal biedende partijen	1	11	85%
	2	1	8%
	3	0	0%
	> 3	1	8%
Aantal bieders winnende partij	1	3	23%
	2	5	38%
	3	2	15%
	4	1	8%
	> 4	2	15%
Bieders voor bod al meerderheidsbelang		3	23%
Participatie management (management heeft aandelenbelang)		5	42% (1 keer nvt)
Acceptatie			
Eerste bod winnende partij		10	77%
Tweede bod winnende partij		1	8%
Later dan tweede bod winnende partij		2	15%
Openlijke kritiek			
Vakbond		0	0%
Ondernemingsraad		1	8%
VEB		8	62%
Uitkomst			
Afstotingen		5	38%
Ontslagen		1	8%

Een winnende biedende partij kan weer uit verschillende andere partijen bestaan. In vijf gevallen bestaat de biedende partij uit twee andere partijen. In drie gevallen was er één enkele partij verantwoordelijk voor de biedingen. In twee gevallen bestond een biedende partij uit een combinatie van vele partijen. Bij VNU bestond de partij met het winnende bod bijvoorbeeld uit zeven spelers.

In drie cases had de bieder al voor het bod een meerderheidsbelang. Ook participeert het management in vijf gevallen, wat inhoudt dat het management een deel van het belang neemt. Indien het management niet participeert, betekent dit niet dat ze automatisch vervangen wordt. In de meerderheid van de cases blijft het management gewoon aan.

In 77% van de gevallen wordt het eerste bod van de uiteindelijk winnende speler geaccepteerd. In een geval wordt het tweede bod van de uiteindelijke winnaar geaccepteerd. Er zijn eveneens twee cases waarin meer dan twee biedingen nodig zijn om het bod te doen slagen.

We vinden niet vaak kritiek van ondernemingsraden en vakbonden. We hebben hiernaar gezocht op internet (Google en de webpagina's van CNV en FNV), en in het Financieel Dagblad. Het kan echter zijn dat de kritiek de krant niet haalde, en moeilijk traceerbaar op internet is. Over het algemeen is echter de VEB vaker kritisch. In acht gevallen levert de VEB in interviews of op de website kritiek. Deze kritiek handelt regelmatig over de hoogte van het bod en de manier waarop minderheidsaandeelhouders worden uitgekocht.

Tabel 3.12
Cases bedrijfsonderdelen

Naam vennootschap	Jaar
BolsWessanen	1998
Shell	1998
AkzoNobel	1999
KPN	2002
Wolters Kluwer	2002
Numico	2003
DSM	2005
Philips	2006
TNT	2006
Unilever	2006

Tabel 3.13
Professionele private equity spelers bedrijfsonderdelen

	Aantal transacties
CVC	3
Alpinvest	2
Apollo	2
3i	1
Apax	1
Candover	1
Silver Lake	1
Bain	1
KKR	1
Permira	1
Gilde	1
Cinven	1
VSS	1

CVC was betrokken bij drie cases. Dit is opvallend aangezien het niet bij de *public-to-private* transacties als belangrijke private equity speler genoemd is. Alpinvest en Apollo komen voor in twee cases. Tabel 3.14 verschaft informatie over de kenmerken van deze cases.

In tegenstelling tot de *public-to-private* transacties, vormen de bedrijfsgeïnitieerde transacties de meerderheid bij de verkoop van bedrijfsonderdelen. Acht van de tien verkopen vinden plaats op initiatief van het bedrijf. Veelal gaat het hierbij om het afstoten van niet-kernactiviteiten als gevolg van mislukte of verkeerde overnames van het bedrijf.

Het aantal biedende partijen is slechts in 10% van de gevallen één. In meerdere gevallen wordt echter niet waargenomen hoeveel bidders er zijn: in tegenstelling tot de meeste *public-to-private* transacties observeren we geen openbaar bod op de aandelen, maar zijn we afhankelijk van de informatie die management over de biedingen

Verder zijn er vijf cases, ofwel 38%, waarin bedrijfsonderdelen na de *public-to-private* transactie worden afgestoten of waarbij is aangekondigd dat deze afstotingen zouden plaatsvinden. In slechts één geval worden ontslagen aangekondigd. Bij deze getallen moet men in beschouwing nemen dat de afstotingen en ontslagen ook konden hebben plaatsgevonden indien private equity spelers de onderneming niet van de beurs hadden gehaald.

3.5.2. Pogingen tot overnames door private equity partijen

Niet alle pogingen tot een overname hebben succes. Om een bedrijf van de beurs te halen is veelal een meerderheid van 95% van de aandelen nodig. We vinden twee cases waar een overnamebod door één of meerdere professionele private equity partijen niet de vereiste meerderheid behaalt en het bedrijf beursgenoteerd blijft.

Norit wil in 2000 van de beurs verdwijnen, en ontvangt een bod van Gilde. Een aantal grootaandeelhouders wil de belangen echter niet tegen de biedprijs van Gilde verkopen, waardoor geen meerderheid wordt behaald. Uiteindelijk wordt het opgekochte belang van Gilde gekocht door Nuon, die wel de vereiste meerderheid met een bod behaalt. Nuon verkoopt Norit later weer aan Gilde.

Een tweede casus betreft Ballast Nedam. Egeria brengt in 2003 een bod uit op Ballast Nedam. Egeria en Ballast Nedam kunnen het echter niet eens worden over de voorwaarden van het bod en de onderhandelingen worden stopgezet.

De cases zijn uitgebreid beschreven in Appendix A.

3.5.3. Aankopen van bedrijfsonderdelen door private equity partijen

Naast biedingen op de aandelen van een bedrijf, zijn private equity-spelers ook betrokken bij aankopen van bedrijfsonderdelen. Tabel 3.12 bevat een overzicht van deze cases (de cases staan uitgewerkt in Appendix A). We vinden 10 cases waarin een Nederlandse beursonderneming een bedrijfsonderdeel verkoopt aan een private equity speler. Onderstaande spelers waren betrokken bij de winnende biedingen:

Tabel 3.14 | Verdere informatie bedrijfsonderdelen

Initiatief		Aantal transacties	Percentage
Bedrijf		8	80%
Private equity		2	20%
Kenmerken			
Aantal biedende partijen	1	1	10%
	2	2	20%
	3	1	10%
	> 3	1	10%
	Onbekend	5	50%
Aantal bieders winnende partij	1	6	60%
	2	2	20%
	3	1	10%
	4	0	0%
	> 4	1	10%
Bieders voor bod al meerderheidsbelang		0	0%
Participatie management		6	60%
Openlijke kritiek			
Vakbond		4	40%
Ondernemingsraad		3	30%
VEB		0	0%
Uitkomst			
Afstotingen		1	10%
Ontslagen		3	30%

openbaar maakt. In twee gevallen wordt bekend dat er twee bieders waren, in een geval waren er drie bieders, en in een geval meer dan drie bieders. Voor vijf cases is het aantal bieders onbekend.

In 60% van de cases bestaat de winnendeieder uit een enkele partij. Hiermee zijn samenwerkingen tussen private equity partijen in dit onderdeel schaarser dan in *public-to-private* transacties. Verder hebben de bieders in geen enkel geval een meerderheidsbelang in het moederbedrijf of in het onderdeel voordat de verkoop begint. In de meerderheid van de gevallen (60%) participeert het management in de aankoop.

In tegenstelling tot de *public-to-private* transacties vinden we bij de bedrijfsonderdelen verscheidene keren kritiek van vakbonden en ondernemingsraden. Ze hebben vooral problemen met mogelijk banenverlies, of veranderingen van de werkomgeving. Een concreet voorbeeld is de casus van TNT logistics, waarin FNV Bondgenoten samen met FNV Abvakabo en de Vakcentrale aandringt op een sociale koper.

In drie gevallen vinden we (aangekondigde) ontslagen. In één geval worden delen van het bedrijfsonderdeel weer verder afgestoten door de private equity partij.

4 | HEDGEFONDSEN

4.1

Inleiding

Hedgefondsen vormen een bijzondere categorie van beleggingsfondsen. In een hedgefonds wordt het vermogen van een beperkt aantal institutionele beleggers of vermogende particulieren samengebracht met als doel een hoog beleggingsrendement te behalen, min of meer onafhankelijk van algemene marktontwikkelingen. De meeste hedgefondsen kennen derhalve een absolute rendementsdoelstelling, bijv. van 10 of 15% op jaarbasis, onafhankelijk van de ontwikkelingen op bijv. de AEX of Dow-Jones index. Mede door hun juridische organisatievorm kennen hedgefondsen weinig beperkingen in de activa die ze aanhouden en de posities die ze innemen. Zo maken hedgefondsen uitgebreid gebruik van de hefboomwerking door zgn. *short* posities in te nemen⁸, door het gebruik van opties of andere derivaten⁹, en door te beleggen met geleend geld. Op deze manier kunnen beleggingsstrategieën worden ontwikkeld die zowel van goed nieuws als van slecht nieuws kunnen profiteren. De meeste hedgefondsen hebben zich gespecialiseerd in bepaalde markten of bepaalde strategieën. Door het gebruik van de hefboomwerking kunnen relatief kleine winsten op een bepaalde positie uiteindelijk grote vermogenswinsten opleveren. Daar staat tegenover dat het risico van een dergelijke positie bijzonder groot kan zijn. Zo wordt het maximale verlies niet beperkt door het ingelegde vermogen. In vergelijking met gewone beleggingsfondsen voeren hedgefondsen gemiddeld genomen een actiever beleggingsbeleid. Hierin wordt het risico dat gerelateerd is aan algehele marktontwikkelingen (zoals veranderingen in rentestanden, aandelenindices of grondstoffenprijzen) meestal zoveel mogelijk beperkt (hetgeen de term *hedge* verklaart). Desalniettemin zijn beleggingen in hedgefondsen risicovol. In recente jaren zien we een opkomst van zogenaemde *funds-of-hedge funds*, fondsen die beleggen in een aantal verschillende hedgefondsen. Hierdoor wordt beleggen in hedgefondsen ook voor minder vermogende particulieren toegankelijk.

Omdat hedgefondsen proberen de beste managers aan te trekken, kennen de meeste fondsen een beloningsstructuur die bestaat uit twee componenten: een vaste vergoeding als percentage van het beheerde vermogen (veelal 2%), en een percentage van de behaalde winst (veelal 20%). Dit laatste bedrag wordt alleen dan uitgekeerd als eerder gemaakte verliezen zijn goedge maakt. Tenslotte kent de meerderheid van de hedgefondsen de verplichting dat de manager een deel van zijn eigen vermogen in het fonds belegt. Op deze manier worden de belangen van de beleggers en de fondsmanager zoveel mogelijk gelijkgesteld.

Een sluitende juridische definitie van een hedgefonds is niet te geven; veelal worden hedgefondsen gedefinieerd op basis van de activiteiten die ze ontplooiën. De belangrijkste kenmerken van hedgefondsen kunnen als volgt worden samengevat:

- Met name bedoeld voor institutionele beleggers en vermogende particulieren. Veel hedgefondsen zijn georganiseerd als besloten *partnership*, waarin de beleggers *limited partners* zijn en de fondsmanagers *general partners*.
- Hedgefondsen kennen een beperkte mate van regulering en toezicht. Vaak zijn fondsen gevestigd op locaties met aantrekkelijke wet- en regelgeving (zoals Bermuda, de Kaaiman eilanden of de Bahama's); dit worden *off-shore* fondsen genoemd.

⁸ Bij een *short* positie worden geleende activa verkocht, met als doel die na een prijsdaling terug te kopen en terug te geven aan de oorspronkelijke eigenaar.

⁹ Een derivaat is een financieel product (contract) waarvan de waarde afhankelijk is van een onderliggend actief (zoals een aandeel of een obligatie). Sommige derivaten worden op de beurs verhandeld (bijv. opties en futures); voor andere bestaat een over the counter (OTC) markt (bijv. rente- of valutawaps). Derivaten worden veel gebruikt om risico's in te dekken of over te hevelen naar een andere partij. Hedgefondsen vervullen hierbij vaak de rol van tegenpartij.

- In het algemeen geen verplichting tot rapportage of registratie. Wel moeten hedgefondsen voldoen aan de gebruikelijke wettelijke verplichtingen voor aandeelhouders. In de Verenigde Staten moet bijvoorbeeld een ondernemingsbelang van 5% of meer gemeld worden bij de SEC (de zgn. *13D filings*). Deze melding onthult de identiteit van de koper, de onderneming, de grootte van het belang en het opgegeven doel ervan. In Nederland geldt, via de Wet Melding Zeggenschap, een soortgelijke verplichting voor melding bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM).
- Een grote vrijheid in aan te houden activa en in te nemen posities. In het bijzonder maken hedgefondsen vaak gebruik van *short* posities en derivaten, waardoor het mogelijk wordt het marktrisico te verkleinen of te profiteren van koersdalingen. Daarnaast kunnen fondsen werken met geleend geld om relatief kleine prijsverschillen via de hefboomwerking verder uit te buiten.
- Absolute rendementsdoelstelling in plaats van relatief ten opzichte van een *benchmark* (zoals een marktindex).
- Beperkingen op inleg van nieuw vermogen en het onttrekken van middelen.
- Een beloningsstructuur met een zogenoemde *performance-based fee*, waarbij de manager een percentage ontvangt van de gemaakte winst op beleggingen. Vaak gekoppeld aan de verplichting een deel van het eigen vermogen in het fonds in te brengen.
- Recente jaren laten een sterke groei zien van *funds-of-hedge funds* gericht op kleinere particuliere beleggers. Deze fondsen beleggen in een portefeuille van verschillende hedgefondsen.

In dit hoofdstuk wordt eerst, in paragraaf 4.2, een beschrijving gegeven van de hedgefonds-sector wereldwijd, met aantallen fondsen en het beheerde vermogen. Hierbij gaan we wat uitgebreider in op de beschikbare databronnen, hun representativiteit en mogelijke andere problemen die tot vertekeningen kunnen leiden. Vervolgens wordt aandacht besteed aan de verschillende strategieën of stijlen die hedgefondsen kunnen volgen en aan de vraag welk deel van de fondsen als activistische aandeelhouder optreedt. Paragraaf 4.3 betreft een uitgebreid literatuuronderzoek naar de micro-economische en macro-economische effecten van hedgefondsen. In het bijzonder wordt gekeken naar de effecten van hedgefondsen op de beleggingsportefeuille, naar de macro-economische effecten, in het bijzonder wat betreft de stabiliteit van het financiële systeem, en naar de effecten van aandeelhoudersactivisme bij hedgefondsen. Paragraaf 4.4, tenslotte, bespreekt de actieve rol van hedgefondsen in Nederland.

4.2 Kengetallen en beleggingsstrategieën

4.2.1. Korte historie

Naar verluidt werd het eerste hedgefonds in 1949 opgericht door Alfred W. Jones. Hij combineerde \$ 40.000 van zijn eigen vermogen met \$ 60.000 van andere welvarende individuen en belegde hiermee in aandelen, afgedekt door *short* posities in andere aandelen. Dit fonds, dat tot in de jaren zeventig van de vorige eeuw opereerde, haalde jarenlang goede rendementen, vrijwel volledig onzichtbaar voor de financiële pers en het grote publiek (totdat in 1966 *Fortune* een artikel aan hem wijdde)¹⁰. De juridische structuur, in combinatie met een beloning voor Jones die 20% bedroeg van het behaalde rendement, stond model voor veel hedgefondsen die later zijn opgericht (zie Lhabitant, 2002).

Tot het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw bleef het aantal hedgefondsen wereldwijd beperkt tot enkele honderden. Sindsdien is deze sector sterk en vrijwel onophoudelijk gegroeid. Jaarlijks worden er grote aantallen nieuwe fondsen geïntroduceerd, hoewel daar ook een niet te verwaarlozen aantal fondsen staat dat geliquideerd wordt. Zo werd de sector in 1998 opgeschrikt door het falen van Long Term Capital Management (LTCM), opgericht door John Meriwether (voorheen werkzaam bij Salomon Brothers) met medewerking van Nobelprijswinnaars

¹⁰ C. Loomis, "The Jones nobody keeps up with", *Fortune*, April 1966.

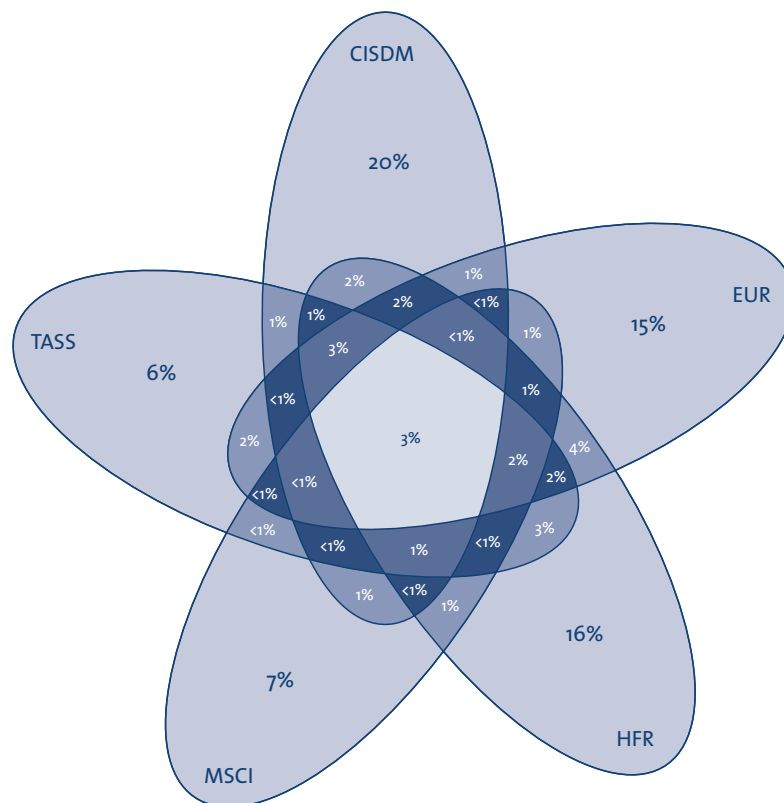
Robert Merton and Myron Scholes. Voordat we meer concrete cijfers over aantallen hedgefondsen en vermogens bespreken is het belangrijk te benadrukken dat vanwege de vrijwillige rapportage van hedgefondsen er geen enkele databron is die een volledig beeld geeft van de sector.

4.2.2. Databases: beschikbaarheid, representativiteit en nauwkeurigheid

Een belangrijke beperking van het wetenschappelijk onderzoek over hedgefondsen is de beschikbaarheid van representatieve en correcte gegevens over fondsrendementen, omvang, kostenstructuur en dergelijke. Momenteel zijn voor wetenschappelijk onderzoek drie databases beschikbaar die een historie kennen van minimaal tien jaar, te weten CISDM (Center for International Securities and Derivatives Markets, University of Massachusetts in Amhers), HFR (Hedge Funds Research, Chicago) en Lipper TASS. Daarnaast zijn meer recent enkele andere partijen begonnen met het verzamelen van gegevens over hedgefondsen, waaronder MSCI (Morgan Stanley Capital International), Standard & Poor's en Eureka Hedge. Een voorwaarde voor representativiteit van de databestanden is dat gegevens van fondsen die geliquideerd zijn of gestopt zijn met rapporteren behouden blijven (de zogenaemde *graveyard data*). Databestanden die aan deze voorwaarden voldoen worden *survivorship bias free* genoemd. Informatie over hedgefondsen die voor 1994 zijn verdwenen (vanwege liquidatie of anderszins) is niet systematisch beschikbaar, waardoor de meeste wetenschappelijke studies zich beperken tot de periode sinds 1994.

Aangezien de meeste hedgefondsen slechts aan één database rapporteren (of aan geen enkele) bestaat er maar een beperkte overlap tussen de genoemde databases. Figuur 4.1 laat grafisch de overlap zien tussen vijf belangrijke databases. Hieruit blijkt dat slechts 3% van de fondsen in alle vijf de bronnen aanwezig zijn, terwijl bijna twee derde van de fondsen slechts aan een van de vijf rapporteert.

Figuur 4.1 | Overlap hedgefund databases per 2005 (bron: Fung and Hsieh, 2006)



Source: CISDM, Eureka Hedge, HFR, MSCI, TASS

Het feit dat hedgefondsen niet verplicht zijn te rapporteren leidt tot een aantal problemen, die mogelijk empirische analyses kunnen vertekenen. In de eerste plaats is het niet duidelijk in hoeverre de genoemde databases representatief zijn voor de gehele sector. Er zijn nog steeds fondsen die aan geen enkele database rapporteren. Mogelijk betreft dit de meer succesvolle fondsen die geen behoefte hebben aan nieuw kapitaal. Geen enkele database geeft dus een volledig beeld van de sector, waardoor schattingen over het aantal fondsen en het totale belegde vermogen in deze sector uiteenlopen.

Naast de representativiteit van de groep fondsen die in de databases zijn opgenomen, spelen andere statistische problemen een mogelijke rol. Door het vrijwillig rapporteren is het vaak zo dat hedgefondsen pas dan rendementen publiek bekend maken nadat er een periode van relatief goede prestaties is afgerond. In veel gevallen worden deze fondsen met terugwerkende kracht in een database opgenomen (de zogenaamde *backfill bias* of *instant history bias*), hetgeen kan leiden tot overschatting van de gemiddelde prestaties van de sector (zie Posthuma en van der Sluis, 2003). Anderzijds zullen fondsen die slecht presteren eerder geneigd zijn te stoppen met rapporteren (zie Malkiel en Saha, 2005, en Ter Horst en Verbeek, 2007). Ten slotte is het mogelijk dat hedgefondsen rendementen rapporteren die gebaseerd zijn op infrequente en niet noodzakelijk accurate waarderingen van hun minder liquide posities. Vermoed wordt dat dit leidt tot *return smoothing* (Getmansky, Lo en Makarov, 2004) waardoor de waarde van een belegging in hedgefondsen minder schommelingen vertoont dan terecht zou zijn. Dit heeft vooral een vertekende invloed op het schatten van het risico van beleggen in hedgefondsen en van de samenhang met marktindices. Gemiddeld genomen worden rendementen hierdoor niet aangetast.

4.2.3. Kengetallen

Eind 2006 wordt geschat dat het totale vermogen in hedgefondsen wereldwijd in de buurt van de \$ 2000 miljard ligt¹¹. Hoewel dit slechts 10 à 20% bedraagt van het vermogen dat wereldwijd via gewone beleggingsfondsen wordt belegd¹², zijn hedgefondsen volgens recente schattingen verantwoordelijk voor bijna de helft van de transacties op de beurzen van New York en Londen. Dit wordt mede veroorzaakt door het feit dat hedgefondsen dynamische beleggingsstrategieën volgen die veel transacties met zich mee brengen. Bovendien werken hedgefondsen vaak met geleend geld, waardoor de posities in risicodragende activa per saldo groter zijn dan het totaal belegd vermogen¹³. De belangrijkste drie aanbieders van hedgefondsen zijn JP Morgan Asset Management, Goldman Sachs Asset Management en Bridgewater Associates, allen met het hoofdkantoor in de Verenigde Staten en elk met een beheerd vermogen van meer dan \$ 30 miljard per december 2006¹⁴.

Tabel 4.1 geeft een overzicht van de aantallen hedgefondsen in de drie belangrijkste databases, sinds 1994, ontleend aan Fung en Hsieh (2006). Barth e.a. (2006) presenteren vergelijkbare cijfers op basis van gegevens ontleend aan Hedgefund.net. De tabellen laten naast het aantal beschikbare fondsen zien hoeveel nieuwe hedgefondsen in elk jaar worden opgenomen en hoeveel fondsen er verdwijnen. Deze laatste categorie omvat zowel fondsen die geliquideerd worden als fondsen die stoppen met rapporteren. Een vergelijking tussen de tabellen doet vermoeden dat de sterke groei van het aantal fondsen in Tabel 4.2 voor een belangrijk deel toe te schrijven is aan een het feit dat Hedgefund.net een toenemend deel van de sector afdekt, in plaats van aan groei van de sector als zodanig¹⁵.

¹¹ Hedgefund Intelligence rapporteert over 2006 een toename van het vermogen van hedgefondsen van 30% tot \$ 2.000 miljard. Stulz (2007) noemt schattingen van \$ 973 miljard (HFR, 2004) tot \$ 2.170 miljard (Hedgefundmanager and Advent, 2005) en spreekt zelf over "meer dan \$ 1.000 miljard".

¹² ICI (2006) rapporteert dat eind 2005 een totaal van bijna \$ 18.000 miljard is belegd via beleggingsfondsen. Ruim de helft hiervan heeft betrekking op de Verenigde Staten.

¹³ Hedgefondsen geven zelden informatie over hun posities. Van LTCM is bekend dat het op bepaalde momenten posities had die 25 maal groter waren dan het eigen vermogen. Zo'n extreme leverage is waarschijnlijk uitzonderlijk.

¹⁴ Ter vergelijking: het grootste beleggingsfonds in de Verenigde Staten (Growth Fund of America) beheerde eind 2006 een vermogen van \$ 161 miljard.

¹⁵ Hedgefund.net is pas sinds 1997 actief. Informatie over verdwenen fondsen is vanaf 1998 beschikbaar.

Tabel 4.1 | Aantal fondsen in de TASS, HFR en CISDM databases (bron: Fung en Hsieh, 2006).

TASS (per februari 2005)				
Jaar	Begin	Nieuw	Exit	Ultimo
1994	650	211	29	832
1995	832	249	58	1023
1996	1023	295	119	1199
1997	1199	316	90	1425
1998	1425	307	145	1587
1999	1587	367	176	1778
2000	1778	365	206	1937
2001	1937	384	229	2092
2002	2092	406	233	2265
2003	2265	339	221	2383
2004	2383	250	193	2431

HFR (per januari 2005)				
Jaar	Begin	Nieuw	Exit	Ultimo
1994	823	270	23	1070
1995	1070	384	55	1399
1996	1399	374	171	1602
1997	1602	374	172	1804
1998	1804	381	320	1865
1999	1865	419	222	2062
2000	2062	407	310	2159
2001	2159	451	251	2359
2002	2359	489	252	2596
2003	2596	457	245	2808
2004	2808	329	198	2939

CISDM (per december 2004)				
Jaar	Begin	Nieuw	Exit	Ultimo
1994	513	224	25	712
1995	712	220	98	834
1996	834	293	87	1040
1997	1040	334	117	1257
1998	1257	290	192	1355
1999	1355	313	198	1470
2000	1470	256	191	1535
2001	1535	249	216	1568
2002	1568	257	233	1592
2003	1592	164	234	1522
2004	1522	133	340	1315

Bronnen: TASS, HFR, CISDM

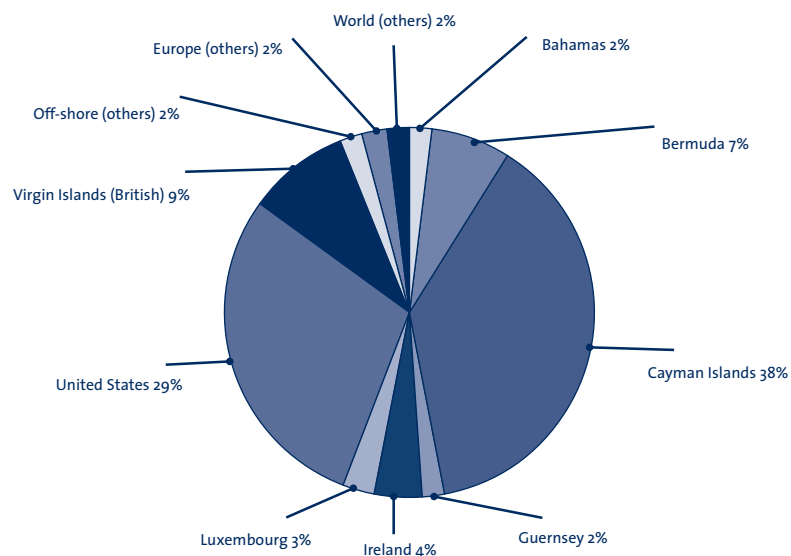
Op basis van Tabel 4.1 is het aantal hedgefondsen sinds 1994 ongeveer verdrievoudigd. Rekeninghoudend met de beperkte overlap van de drie gebruikte databases en het feit dat bekend is dat niet alle fondsen aan een van deze drie ondernemingen rapporteren (zie Figuur 4.1), lijkt het gerechtvaardigd het aantal actieve hedgefondsen op dit moment in te schatten op meer dan 10.000. Ter vergelijking: het aantal gewone beleggingsfondsen, wereldwijd, bedroeg eind 2005 bijna 57.000 (ICI, 2006).

Hedgefonds laten zich weinig beperken door geografische grenzen en de vestigingsplaats zegt meestal weinig over de markten waarop de fondsen zich richten. Figuur 4.2 geeft een overzicht van de geografische locatie van de fondsen in de TASS database, per december 2006. De grafiek laat zien dat slechts 2% van de fondsen in Europa gevestigd is. Waarschijnlijk is dit een onderschatting omdat de TASS database zich niet specifiek op Europese

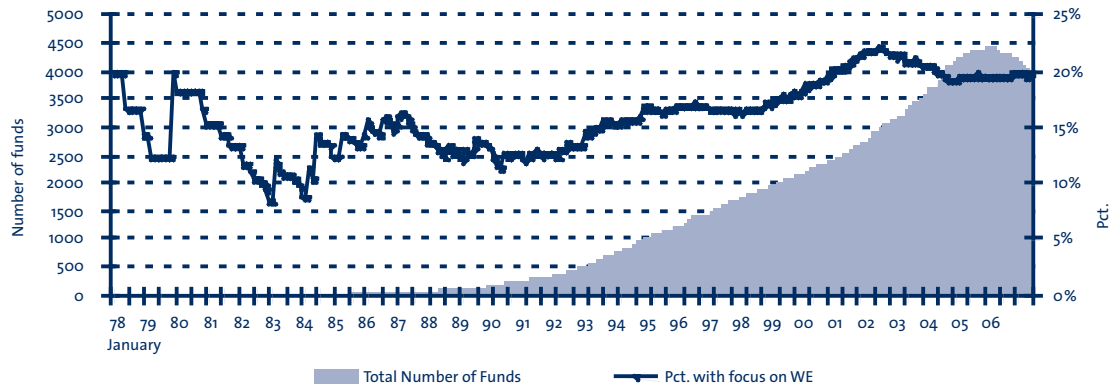
Tabel 4.2 | Aantal fondsen volgens Hedgefund.net (Barth e.a., 2006, pagina 77)

Hedgefund.net (per juni 2006)				
Jaar	Begin	Nieuw	Exit	Ultimo
1981	-	-	-	8
1982	8	4	-	12
1983	12	6	-	18
1984	18	9	-	27
1985	27	6	-	33
1986	33	13	-	46
1987	46	12	-	58
1988	58	18	-	76
1989	76	22	-	98
1990	98	41	-	139
1991	139	70	-	209
1992	209	91	-	300
1993	300	124	-	424
1994	424	139	-	563
1995	563	252	-	815
1996	815	302	-	1117
1997	1117	405	-	1522
1998	1522	525	6	2041
1999	2041	740	48	2733
2000	2733	740	223	3250
2001	3250	915	340	3825
2002	3825	1117	346	4596
2003	4596	1176	439	5333
2004	5333	1372	470	6235
2005	6235	1057	766	6526

Figuur 4.2 | Vestigingsplaats hedgefondsen (TASS database, december 2006)



Figuur 4.3 | Hedgfondsen met focus op Europa (TASS database, december 2006).



(en ook niet op Aziatische) fondsen richt. Voor de Nederlandse regelgeving worden hedgfondsen gevestigd in Nederland beschouwd als reguliere beleggingsfondsen. Het aantal hedgfondsen in Nederland is derhalve zeer beperkt, hoewel er wel sprake is van een toename. In december 2006 bevat de TASS database 15 Nederlandse hedgfondsen. De meeste hedgfonds-producten in Nederland zijn *funds-of-hedge-funds*, en daardoor toegankelijk voor een bredere groep beleggers (zie ook AFM, 2005).

Hoewel informatie over de beleggingen van hedgfondsen maar zeer beperkt wordt gegeven, kan op basis van een zelf-gerapporteerde geografische focus iets meer informatie verkregen worden over het aantal hedgfondsen dat zich concentreert op bepaalde werelddelen. Figuur 4.3 geeft voor de TASS database aan welk deel van de hedgfondsen zich specifiek op Europa richt wat betreft hun beleggingsbeleid. Dit percentage ligt redelijk stabiel op zo'n 20%. Er is geen informatie beschikbaar of, en in hoeverre, deze fondsen zich op Nederland richten.

4.2.4. Wie belegt in hedgfondsen?

In 2003 was circa 40% van het vermogen in hedgfondsen afkomstig van vermogende particulieren (Stulz, 2007). Sindsdien is dit percentage gedaald en nemen meer en meer institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, een positie in hedgfondsen. Dit geldt ook voor Nederland. Zo heeft het ABP ultimo 2005 ruim € 6 miljard belegd in hedgfondsen (3,5% van het totale belegde vermogen) en streeft het in het Strategisch Beleggingsplan 2007-2009 naar een uitbreiding tot 5%. PGGM belegt sinds 2003 in hedgfondsen via *funds-of-hedge* funds met een belegd vermogen van € 660 miljoen aan het einde van 2005. Andere belangrijke Nederlandse pensioenfondsen die substantiële bedragen via hedgfondsen beleggen zijn het Pensioenfonds Metaal en Techniek, Shell Pensioenfonds en Pensioenfonds Hoogovens¹⁶.

4.2.5. Liquidaties

Tabel 4.1 en 4.2 laten ook een substantieel aantal fondsen zien dat niet meer rapporteert aan de genoemde databases. Niet in alle gevallen kan worden nagegaan wat dit precies betekent, maar vaak houdt dit in dat het fonds geliquideerd is. Afhankelijk van de gebruikte database varieert het percentage verdwenen fondsen jaarlijks tussen de 8 en 20%, waarvan waarschijnlijk de helft toe te schrijven is aan liquidatie van het fonds (Fung en Hsieh, 2007). De andere helft correspondeert in de meeste gevallen met een vrijwillige keuze van het fonds om te stoppen met rapporteren. Ter Horst en Verbeek (2007) laten zien dat gemiddeld genomen deze groep fondsen ook slechte rendementen laat zien voorafgaand aan het moment waarop niet meer gerapporteerd wordt, suggererend dat – hoewel deze fondsen formeel nog niet geliquideerd zijn – afbouw van het fonds en liquidatie nabij kunnen zijn.

¹⁶ Een uitgebreider overzicht is te vinden in NRC Handelsblad (30 september 2006).

Het risico op liquidatie van een hedgefonds is substantieel hoger dan voor beleggingsfondsen. Een belangrijke oorzaak hiervoor is het feit dat veel hedgefondsen goede rendementen halen ten koste van het niet afdekken van enkele grote risico's. Stulz (2007) vergelijkt het risico van de strategieën die veel hedgefondsen volgen in deze zin met die van een verzekeringsmaatschappij die verzekeringen aanbiedt tegen een aardbeving: zolang er geen aardbeving plaatsvindt, boekt de maatschappij een goede winst, maar zodra er een beving plaatsvindt worden substantiële verliezen geleden die veel groter kunnen zijn dan de cumulatieve winsten van de voorgaande jaren.

Sommige liquidaties krijgen veel media-aandacht. Zo boekte in september 2006 een groot hedgefonds, Amaranth, een verlies van meer van \$ 6 miljard binnen een maand, corresponderend met een negatief rendement van ca. 66%. Amaranth werd later opgeheven. Ook door de gevolgen van de recente crisis op de Amerikaanse woning- en hypotheekmarkt hebben diverse hedgefondsen grote verliezen geleden en daardoor in problemen geraakt¹⁷.

4.2.6. Strategieën: wat doen hedgefondsen?

Hedgefondsen handelen in een grote verscheidenheid aan activa, van olie tot goud, van vreemde valuta tot staatsobligaties en van aandelen tot opties en renteswaps. Bij de strategieën van hedgefondsen worden diverse categorieën onderscheiden, hoewel niet alle fondsen zich door één categorie laten vangen. Daarnaast hanteren niet alle databases dezelfde indeling. In sommige classificaties kunnen hedgefondsen tot meer dan één beleggingscategorie behoren.

Een belangrijk onderscheid wordt gemaakt tussen *non-directional* en *directional* strategieën (zie Lhabitant, 2002). In de eerste groep vallen strategieën waarbij de ontwikkeling van de markt als geheel (of van een specifieke sector als geheel) weinig effect heeft op de portefeuille. Er worden posities ingenomen die in alle gevallen een positief verwacht rendement op moeten leveren, waarbij er bijvoorbeeld op gespeculeerd wordt dat het prijsverschil tussen twee gerelateerde activa in de toekomst kleiner zal worden. De mogelijkheid om *short* te gaan is hierbij essentieel. De meeste hedgefondsen specialiseren zich op specifieke markten of effecten, bijv. converteerbare obligaties. Een speciaal geval van *non-directional* wordt *market neutral* genoemd, hetgeen impliceert dat long en *short* posities worden ingenomen zodanig dat de invloed van de markt op de waarde van de portefeuille als geheel verwaarloosbaar is. Niet alle fondsen die zich *market neutral* noemen zijn dat in werkelijkheid ook (zie Patton, 2007). Bij *directional* strategieën wordt echter juist gespeculeerd op verwachte ontwikkelingen op de financiële markten, bijv. een renteverandering of politieke vernieuwingen in met name opkomende markten.

Hieronder bespreken we de belangrijkste strategieën van hedgefondsen, zoals die door TASS worden onderscheiden, zo veel mogelijk in volgorde van belangrijkheid (per 2004); zie ook Fung en Hsieh (2006). Voor het gemak gebruiken we hierbij de Engelstalige benamingen. Deze categorieën corresponderen met de hedgefonds-indices zoals die door CSFB/Tremont worden geconstrueerd. Tabel 4.3 geeft een overzicht van de aantallen fondsen en het totale vermogen (*assets under management*) in de verschillende stijlcategorieën. Opgemerkt zij dat dit uitsluitend de fondsen betreft die in de TASS database zijn opgenomen.

- *Long/short equity*

Deze strategie kenmerkt zich door long en *short* posities op de aandelenmarkten. Managers kunnen desgewenst snel veranderen van bijv. waarde- naar groei-aandelen, of van *small caps* naar *large caps*. Daarnaast wordt er gebruik gemaakt van termijncontracten en opties. Fondsen kunnen zich richten op specifieke regio's of sectoren (bijv. technologie).

¹⁷ Benadrukt mag worden dat niet alleen hedgefondsen maar ook banken en andere partijen in de problemen kwamen door deze crises.

- **Event driven**

Deze strategie anticipeert op koersveranderingen van aandelen en/of obligaties als gevolg van speciale gebeurtenissen, zoals (aanstaande) fusies of overnames, liquidaties, faillissementen of reorganisaties. In het geval van een te verwachten overname is het een veel gebruikte strategie om een longpositie te nemen in het over te nemen bedrijf gecombineerd met een *short*positie in het overnemende bedrijf. Er wordt winst gemaakt als het koersverschil tussen de twee ondernemingen groter wordt. Andere fondsen in deze categorie richten zich op ondernemingen die in financiële problemen zitten. Aandelen of obligaties van dergelijke ondernemingen zijn weinig in trek en daardoor relatief goedkoop. Bij een succesvolle herstructurering zullen de koersen weer stijgen.

- **Global Macro**

Global macro managers nemen (long en *short*) posities in op belangrijke markten over de hele wereld. Ze nemen een zodanige positie in dat optimaal geprofiteerd kan worden van de door hen voorziene marktbevingen. De beleggingsportefeuille bevat veelal aandelen, obligaties, valuta en grondstoffenderivaten.

- **Fixed income arbitrage**

Bij *fixed income arbitrage* wordt geprobeerd te profiteren van prijsverschillen tussen gerelateerde rente-gerelateerde activa, waarbij men zich indekt tegen renteveranderingen in het algemeen. Hieronder valt *interest rate swap arbitrage*, *government bond arbitrage* en *mortgage-backed securities arbitrage*. Met name deze laatste markt is veel gebaseerd op onderhandse contracten en mede daardoor relatief complex.

- **Convertible bond arbitrage**

Deze strategie kenmerkt zich door een belegging in converteerbare bedrijfsobligaties terwijl *short* gegaan wordt in de aandelen van dezelfde onderneming. De inleg wordt beschermd tegen marktschommelingen, waarbij geprofiteerd kan worden van zowel een daling van de aandelenkoers als een stijging van de vastrentende waarde.

- **Managed futures**

Bij deze strategie wordt wereldwijd belegd in termijncontracten (op financiële dan wel niet-financiële activa, zoals goud of olie) en valuta. Managers van dit soort fondsen staan ook bekend als *Commodity Trading Advisors (CTAs)*. Vaak wordt gebruik gemaakt van kwantitatieve en technische analyses.

- **Equity market neutral**

Deze strategie richt zich op de aandelenmarkt en probeert "inefficiënties" uit te buiten door tegelijkertijd long en *short* posities aan te houden met vergelijkbare portefeuilles. Door de long en *short* posities zorgvuldig af te wegen en bijvoorbeeld gelijk te houden in termen van sectoren en valuta's ontstaat een portefeuille die in principe ongevoelig is voor bewegingen van de markt als geheel.

- **Emerging markets**

Deze managers beleggen wereldwijd in aandelen of obligaties in opkomende markten. Omdat *short* gaan in deze markten maar beperkt mogelijk is of toegestaan, en liquide derivatenmarkten ontbreken, hebben deze fondsen veelal een zogenoemde *long-only* strategie.

- **Dedicated short sellers**

Short sellers nemen *short* posities in, veelal in aandelen of derivaten.

In de overige categorie vallen met name de multi-strategie fondsen. Deze fondsen volgen meerdere strategieën en hebben de mogelijkheid frequent en snel van strategie te veranderen als marktomstandigheden dat wenselijk maken. Een speciaal geval betreffen de *funds-of-funds*, die in meerdere hedgefonds beleggen.

Tabel 4.3, ontleend aan de TASS database, laat zien dat *long/short equity* en *event driven* de twee belangrijkste strategieën van hedgefondsen vormen. In het verleden was de *global macro* categorie relatief belangrijker als we kijken naar het beheerde vermogen. Opgemerkt zij dat *global macro* hedgefondsen relatief groot zijn ten opzichte van de andere categorieën, waardoor het aantal fondsen binnen deze stijl niet meer is dan 6% van het totaal.

Table 4.3 | Hedgefonds-belegingsstijlen (bron: TASS, Fung and Hsieh, 2006).

Jaar	Convertible arbitrage (%)	Dedicated shorts (%)	Emerging market (%)	Equity market neutral (%)	Event driven (%)	Fixed income arbitrage (%)	Macro (%)	Long/short equity (%)	Managed Futures (%)	Overig (%)	Totaal aantal/ \$ miljard
A: Aantal fondsen											
1994	5	2	9	2	10	5	8	29	28	3	832
1995	5	1	10	3	10	4	8	31	24	2	1.023
1996	5	1	10	4	11	5	7	35	20	3	1.199
1997	4	1	11	4	11	5	7	36	17	3	1.425
1998	4	1	10	5	12	4	7	39	15	3	1.587
1999	4	1	9	6	11	4	6	41	13	3	1.778
2000	5	1	8	6	11	4	5	46	11	4	1.937
2001	5	1	7	7	12	4	4	45	10	4	2.092
2002	6	1	6	8	12	5	5	44	8	4	2.265
2003	6	1	6	9	12	5	6	43	8	5	2.383
2004	6	1	6	8	12	6	6	43	9	5	2.431
B: Beheerd vermogen											
1994	1	0,3	13	2	13	7	32	26	6	0,3	57,0
1995	2	0,2	10	2	13	7	30	30	6	0,2	72,3
1996	3	0,3	10	3	15	8	26	30	4	0,5	99,1
1997	4	0,2	10	3	16	8	26	29	3	0,4	144,6
1998	4	0,4	5	4	17	8	24	33	4	0,4	153,8
1999	4	0,3	5	5	16	6	15	45	3	0,4	197,2
2000	5	0,3	3	6	18	5	10	49	3	0,3	217,7
2001	8	0,3	3	7	20	5	9	44	3	0,5	261,4
2002	8	0,5	3	8	19	6	10	38	3	4,5	310,3
2003	8	0,2	3	7	17	7	11	33	5	8,5	489,5
2004	6	0,2	4	5	19	7	10	32	5	10,1	673,8

4.2.7. Activistische hedgefondsen

Sommige fondsen kunnen actief optreden in het belang van hun beleggers. Activistische hedgefondsen spelen hiermee een belangrijke rol (naast andere activistische beleggers) in het afdwingen van goed ondernemingsbeheer; aandeelhoudersactivisme is dus niet per definitie negatief (zie ook Boot, 2007).

Activistische hedgefondsen worden niet als zodanig geregistreerd of gecategoriseerd en niet elke vorm van activisme is openbaar, waardoor het moeilijk is op basis van bovenstaande cijfers een betrouwbaar beeld te geven van het aantal hedgefondsen dat optreedt als activistisch. In ieder geval betreft het hier fondsen die in aandelen beleggen, waardoor activistische hedgefondsen voornamelijk in de categorieën *event driven* en *long/short equity* te vinden zullen zijn, hetgeen volgens Tabel 4.3 circa de helft van de fondsen betreft (zowel wat betreft aantal als belegd vermogen). In het algemeen wordt er van uit gegaan dat minder dan 10% van deze fondsen in voorkomende gevallen optreedt als activistische aandeelhouder. Enkele recente studies die onderzoek doen naar hedgefondsactivisme komen tot wat concretere cijfers.

Klein en Zur (2006) spreken over hedgefondsactivisme indien een fonds een belang van 5% of meer neemt in een beursgenoteerde onderneming (waardoor een 13D melding bij de SEC verplicht is) en aangeeft dit te doen

met als doel het ondernemingsbeleid te beïnvloeden. In de periode januari 2003-december 2005 identificeren de auteurs op deze wijze 194 meldingen afkomstig van 102 verschillende hedgefondsen. In dezelfde periode zijn er 209 meldingen van 149 andere activistische aandeelhouders (zoals institutionele beleggers). De meerderheid van de betrokken hedgefondsen (65%) treden op tegen slechts één onderneming gedurende deze periode.

Brav e.a. (2006) baseren zich op een handmatige zoektocht onder andere door nieuwsberichten en SEC meldingen en identificeren voor de periode 2001-2005 een totaal van 131 activistische hedgefondsen. Slechts een beperkt deel hiervan blijkt opgenomen te zijn in de TASS of CISDM databases. Zoals gemeld wordt door Brav e.a. (2006) kunnen hedgefondsen ook activistisch optreden zonder dat een belang van 5% of meer in een onderneming wordt genomen (in welk geval er geen 13D melding is). Voor zover dergelijke situaties media-aandacht hebben gekregen zijn ze alsnog toegevoegd aan de onderzochte steekproef.

Boyson en Mooradian (2007) onderzoeken de periode 1994-2005 en identificeren op basis van de TASS database hedgefondsen die mogelijk activistisch zijn. Ze beperken zich hierbij tot fondsen met een vermogen van minimaal 10 miljoen US\$. Vervolgens wordt in 13D meldingen gezocht naar deze fondsen. Dit resulteert in 111 activistische fondsen (van 89 verschillende aanbieders), corresponderend met 418 gevallen van activisme.

Bratton (2007) onderzoekt activisme door hedgefondsen vanuit de ondernemingen die door deze fondsen worden benaderd. In de periode van 2002 tot en met juni 2006 worden in de media 146 Amerikaanse ondernemingen in de media gevonden waar in totaal 59 hedgefondsen interveniëren.

Over de periode 1998-2005 identificeert Clifford (2007) 197 activistische hedgefondsen, wederom op basis van de SEC 13D meldingen in combinatie met een zoektocht door nieuwsberichten.

De meeste van de genoemde studies rapporteren geen duidelijke trend in het aantal gevallen van aandeelhoudersactivisme van hedgefondsen. De cijfers van Klein en Zur (2006) laten wel een toename zien van het aantal gevallen tussen 2003 en 2005¹⁸.

Samenvattend lijkt het gerechtvaardigd te stellen dat slechts een klein deel, naar schatting tussen de 2% en 5%, van de bestaande hedgefondsen als activistische aandeelhouder optreedt.

4.3 Micro-economische en macro-economische effecten van hedgefondsen

Het gebrek aan transparantie en regelgeving in verband met hedgefondsen geeft fondsen een grote vrijheid bij het efficiënt en dynamisch alloceren van de hun toevertrouwde middelen. Hierdoor kunnen hedgefondsen snel optreden indien ergens prijsverschillen of andere arbitragemogelijkheden ontstaan, kunnen hedgefondsen posities innemen die traditionele beleggers moeilijk kunnen verdedigen, en risico's lopen die andere marktpartijen niet wensen te lopen. Zo spelen hedgefondsen een belangrijke rol op de markten voor *credit derivatives* en *distressed debt*.

Hierdoor mag worden verondersteld dat financiële markten door het optreden van hedgefondsen in het algemeen efficiënter en meer liquide zijn geworden. Efficiënter wil zeggen, dat de koersen waartegen gehandeld wordt een betere reflectie zijn van de onderliggende werkelijke waarden. Meer liquide betekent in dit verband dat bepaalde risico's sneller en gemakkelijker verhandeld kunnen worden en dat risico's beter verdeeld en verspreid

¹⁸ Bij de beschrijving van bovenstaande studies worden hedgefondsen bestudeerd die een long positie innemen door een pakket aandelen te kopen. Hu en Black (2007) beschrijven dat hedgefondsen ook gebruik maken van technieken waarmee eigendom van aandelen wordt losgekoppeld van het stemrecht. De fondsen kunnen door deze loskoppeling meer of minder stemrecht hebben dan op basis van het (economische) aandelenbezit verklaarbaar is.

worden. Talloze financiële innovaties en instrumenten zijn mede door hedgefondsen geïntroduceerd. In deze zin wordt de opkomst van hedgefondsen in de laatste decennia gezien als een positieve ontwikkeling voor beleggers en voor financiële markten (zie bijvoorbeeld Bernanke, 2007).

Anderzijds staat het gebrek aan transparantie en regelgeving van hedgefondsen ter discussie. De bezorgdheid richt zich op een aantal aspecten. (1) Is het nodig beleggers in hedgefondsen te beschermen? (2) Vergroten hedgefondsen de risico's van het financiële systeem en brengen ze daarmee de stabiliteit van de financiële markten in gevaar? (3) Heeft het optreden van met name activistische hedgefondsen nadelige gevolgen voor bijv. de werkgelegenheid, economische groei of de winstgevendheid van ondernemingen?

In deze paragraaf geven we een overzicht van internationale empirische studies die zijn verricht naar de effecten van hedgefondsen op de beleggingsportefeuille, en naar de macro-economisch effecten, in het bijzonder wat betreft de stabiliteit van het financiële systeem. Ten slotte, in subparagraaf 4.3.4 bespreken we kort enkele recente studies die de effecten van aandeelhoudersactivisme bij hedgefondsen analyseren.

4.3.1. De toegevoegde waarde van hedgefondsen voor beleggers

4.3.1.1. Rendementen

Hoewel individuele hedgefondsen soms extreem hoge rendementen rapporteren, ligt het gemiddelde rendement van een hedgefonds, voor zover de beschikbare databestanden hierover een betrouwbaar beeld geven, niet veel hoger dan 10% per jaar. Over de periode 1994-2004 behaalt het gemiddelde hedgefonds een rendement van 12% (TASS), 12,5% (HFR) of 13,1% (CISDM) per jaar; zie Tabel 4.4. Deze gemiddelden zijn mogelijk vertekend door de eerder besproken *backfill bias* (waardoor relatief goede fondsen met terugwerkende kracht aan de database worden toegevoegd). Fung en Hsieh (2006) corrigeren hiervoor door de eerste 14 maanden van de gerapporteerde rendementen van elk fonds niet mee te nemen bij het berekenen van de gemiddelden. Hierdoor daalt het gemiddelde rendement over de periode 1994-2004 respectievelijk tot 10,5%, 11,2% of 11,6%. Ter vergelijking: in deze zelfde periode bedroeg het rendement op de S&P 500 index 10,8% per jaar.

Tabel 4.4 | Gemiddelde jaarlijkse rendementen, 1994-2004 (Fung en Hsieh, 2006)

Bron	TASS	HFR	CISDM
Actieve fondsen	14,4%	14,3%	15,5%
Actieve + "dode" fondsen	12,0%	12,5%	13,1%
Actieve + "dode" fondsen (excl. eerste 14 maanden)	10,5%	11,2%	11,6%
<i>Survivorship bias</i>	2,4%	1,8%	2,4%
<i>Backfill bias</i>	1,5%	1,4%	1,5%

Opmerking: "Dode" fondsen zijn fondsen die ultimo 2004 niet meer rapporteren.

De vraag voor een belegger is niet zo zeer of hedgefondsen gemiddeld genomen een hoger rendement opleveren dan andere beleggingscategorieën, maar of het opnemen van hedgefondsen in een portefeuille leidt tot een betere rendements-risico-verhouding van de totale portefeuille¹⁹. Of dit zo is hangt naast het verwachte rendement op hedgefondsen ook af van het risico (volatiliteit) en de samenhang (correlaties) met de reeds opgenomen activa.

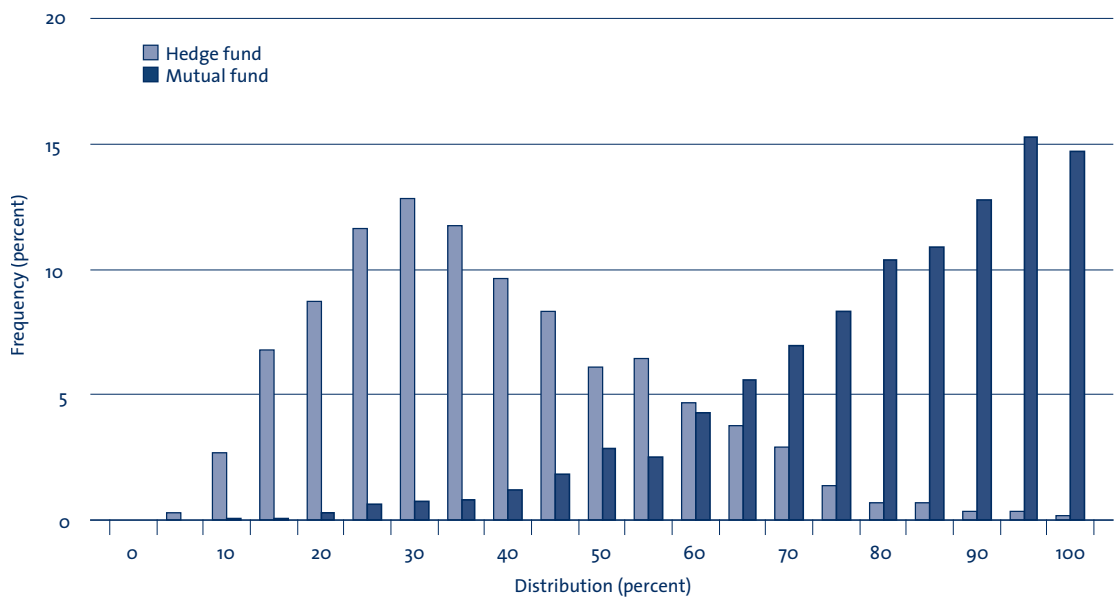
4.3.1.2. Relatie met andere beleggingsklassen

Door hun actieve en dynamische strategieën en hun absolute rendementsdoelstelling vertonen de rendementen op hedgefondsen relatief weinig samenhang met rendementen op markt-, sector- of stijlijndices. Fung and Hsieh (2006) analyseren in hoeverre het mogelijk is de rendementen op individuele hedgefondsen en gewone beleg-

¹⁹ Een pensioenfonds zal hierbij ook rekening willen houden met zijn verplichtingen en de mogelijke invloed op de dekkingsgraad.

gingsfondsen te reproduceren door een vaste portefeuille samen te stellen uit acht klassen activa (waaronder aandelen en obligaties uit de VS en Europa, en aandelen van opkomende markten). De verklaringskracht van deze factoren wordt uitgedrukt als een percentage en aangeduid als R^2 (de onderliggende techniek is een regressie-analyse). Figuur 4.3 geeft de verdeling weer van de verkregen R^2 waarden voor hedgefondsen, alsmede die voor de R^2 waarden van beleggingsfondsen. Hierbij zijn alleen die fondsen gebruikt waarvan minimaal 36 maandelijkse rendementen beschikbaar zijn.

Figuur 4.4 | Verklaringskracht van acht klassen activa voor de rendementen op hedgefondsen en beleggingsfondsen (mutual funds) (Fung en Hsieh, 2006).



Het is evident uit Figuur 4.4 dat de rendementen van hedgefondsen zich moeilijk laten verklaren door de acht gebruikte *asset classes*. Bij gewone beleggingsfondsen zien we dat voor meer dan 60% van de fondsen een R^2 wordt verkregen die groter is dan 75%. Dit betekent dat beleggingsfondsen een relatief passief beleggingsbeleid volgen waarbij het halen van een vooropgestelde (relatieve) *benchmark* belangrijk is. Dit betekent ook dat de meeste beleggingsfondsen een relatief brede goed gespreide portefeuille bezitten. Voor hedgefondsen is het beeld volledig anders: voor bijna 90% van alle hedgefondsen geldt dat de R^2 niet groter is dan 50%. Voor een derde van de hedgefondsen is de R^2 zelfs 25% of kleiner²⁰.

Het feit dat de rendementen op hedgefondsen slechts beperkt samenhangen met de rendementen op bekende klassen van activa duidt erop dat hedgefondsen mogelijk een belangrijke toegevoegde waarde vormen voor een bestaande beleggingsportefeuille van bijv. een pensioenfonds. Anderzijds is het ook mogelijk dat hedgefondsen relatief veel risico's nemen zonder dat de belegger hier extra beloond wordt (bijv. door slechts in een zeer beperkt aantal aandelen te beleggen). Eén aspect hiervan is dat de samenhang met andere activa snel en sterk kan veranderen, onder andere vanwege de dynamische strategieën die gevolgd worden.

4.3.1.3. Toegevoegde waarde?

De toegevoegde waarde van een belegging, bovenop een portefeuille bestaande uit een aantal *benchmarks* (factoren), wordt aangeduid als *alpha*; zie Lhabitant (2004) voor meer detail. Hoewel de meeste hedgefondsen

²⁰ Garbaravicius en Dierick (2005, Tabel 11) presenteren een alternatieve analyse waarin de rendementen op hedgefonds-stijlindices gerelateerd worden aan andere indices (zoals Europese aandelen en Amerikaanse obligaties). In het algemeen zijn deze correlaties laag, soms zelfs negatief.

volhouden dat ze *alpha* leveren, is het niet eenvoudig dit overtuigend aan te tonen. Wetenschappelijke studies hierover laten vooralsnog geen eenduidig beeld zien²¹.

Ibbotson and Chen (2006) onderzoeken de prestaties van 3538 fondsen. Over de periode 1999-2004 vinden zij een gemiddeld rendement voor kosten van 12.8% per jaar en 9.1% na kosten. Van dit rendement is 5.4% toe te schrijven aan een beloning voor marktrisico, waardoor er een *alpha* overblijft van 3.7% per jaar. Dat wil zeggen dat, gecorrigeerd voor risico, het gemiddelde hedgefonds een 3.7% hoger rendement oplevert dan met andere beleggingen behaald kan worden. De correctie voor marktrisico in deze studie betreft uitsluitend Amerikaanse aandelen, obligaties en liquide middelen (*Treasury bills*), waardoor de gerapporteerde *alpha* vooral relevant is voor beleggers die uitsluitend in deze drie categorieën beleggen.

Kosowski, Naik en Teo (2007) combineren gegevens uit de TASS, HFR en CISDM databases en beperken zich tot hedgefondsen met een beheerd vermogen van minimaal 20 miljoen US\$. Bij het bepalen van de toegevoegde waarde van hedgefondsen wordt rekening gehouden met een grotere groep marktfactoren (waaronder een valuta- en een *commodity*-factor), gebaseerd op het zeven-factor model van Fung and Hsieh (2004). Over de periode 1994-2002 rapporteren zij een gemiddelde *alpha* over alle fondsen van 0.43% per maand, hoewel dit statistisch gezien niet significant afwijkt van 0. Indien de aandacht beperkt wordt tot de 10% fondsen die de afgelopen twee jaar het beste presteerde, wordt voor die groep een *alpha* gevonden tussen de 5.8% en 8.2% per jaar. Dit duidt op persistentie in de prestaties van op zijn minst een deel van de hedgefondsen. Kosowski, Naik en Teo (2007) interpreteren dit als aanduiding voor de aanwezigheid van *asset selection skill* bij de beste fondsmanagers. Bovendien is deze persistentie op relatief eenvoudige wijze uit te buiten door beleggers (door in hun selectie van hedgefondsen historische prestaties op de juiste manier mee te wegen). Jagannathan, Malakhov en Novikov (2006) rapporteren eveneens persistentie in de prestaties van hedgefondsen, over een horizon van drie jaar. Iets concreter stellen ze dat een fonds met een *alpha* van 2% over de afgelopen drie jaar een verwachte *alpha* heeft van 1% over de komende drie jaar.

Sommige auteurs stellen bovenstaande resultaten ter discussie met als argument dat de gebruikte modellen om voor risico te corrigeren en *alpha* te bepalen niet correct zijn en bijvoorbeeld een belangrijke risicofactor missen. In het bijzonder wordt hierbij gedacht aan volatiliteitsrisico (Bondarenko, 2004) en liquiditeitsrisico (Aragon, 2007).

Stulz (2007) vat deze literatuur als volgt samen. Indien in een willekeurig hedgefonds wordt belegd is de verwachte *alpha*, na aftrek van alle kosten, klein en niet-significant groter dan nul. Dat wil zeggen: er is geen bewijs dat een willekeurig gekozen hedgefonds de markt kan verslaan. Daarentegen is er, in tegenstelling tot gewone beleggingsfondsen, wel een belangrijke groep hedgefondsen die een significante positieve *alpha* laat zien. Indien deze hedgefondsen worden gekozen vormen ze een belangrijke en waardevolle toevoeging aan een bestaande beleggingsportefeuille. Tot op zeker hoogte zijn de prestaties uit het verleden hierbij wel een indicatie voor de toekomst (zie ook Ter Horst en Verbeek, 2005).

Vanwege hun lage correlaties met andere *asset classes* vormen hedgefondsen mogelijk een aantrekkelijke uitbreiding van een bestaande portefeuille. Amin en Kat (2003) analyseren de toegevoegde waarde van hedgefondsen uitgaande van een aandelenportefeuille van S&P500 aandelen en komen tot de conclusie dat een optimale allo-

²¹ Stulz (2007) bespreekt diverse redenen waarom het moeilijk is empirisch vast te stellen of individuele hedgefondsen toegevoegde waarde (of *alpha*) bieden aan een reeds goed gespreide portefeuille. Naast de al eerder genoemde vertekeningen in de databases (zie paragraaf 4.2.2) en problemen gerelateerd aan de waardering van minder liquide posities die hedgefondsen aanhouden, spelen meer zaken een rol. Zo is het bijzonder lastig om een betrouwbaar beeld te krijgen van de exposure van een hedgefonds naar bestaande *asset classes*, vanwege de beperkte informatie over rendementen, de grote variëteit aan posities en de grote dynamiek daarvan (zie ook Lo, 2007). Ook wordt het risico van een hedgefonds niet noodzakelijk goed gerepresenteerd door de volatiliteit in (historische) rendementen. Hedgefondsen kennen vaak een kleine kans op (zeer) grote verliezen en dat risico is vaak pas zichtbaar als het te laat is. LTCM, bijvoorbeeld, had een beperkte volatiliteit over een lange periode, maar slaagde er in 1998 toch in binnen zeer korte tijd bijna het totale beheerde vermogen te verliezen.

catie wordt bereikt wanneer 10 tot 20% in hedgefondsen wordt belegd. Hagelin en Promberg (2003) gaan uit van een bestaande portefeuille waarin ook obligaties voorkomen en spreken over significante toegevoegde waarde van hedgefondsen. Amin en Kat (2002) benadrukken dat het opnemen van hedgefondsen de verdeling van de portefeuillerendementen, afgezien van het gemiddelde rendementen en de volatiliteit, nadelig kan beïnvloeden. Zo zal het risico op grote verliezen toenemen.

4.3.2. De macro-economische effecten van hedgefondsen

De grote problemen met LTCM in 1998 maken duidelijk dat de activiteiten van hedgefondsen gevolgen kunnen hebben voor de stabiliteit van de financiële sector. Aanleiding voor het LTCM debacle was de Russische roebelcrisis in augustus 1998, waardoor de Russische overheid niet langer in staat was te voldoen aan haar verplichtingen. Als gevolg hiervan leidden LTCM en diverse andere hedgefondsen met posities in overheidsobligaties grote verliezen in een termijn van enkele weken. Wereldwijd leidde dit tot paniek bij beleggers. Door de grote hoeveelheid openstaande derivatencontracten tussen de verschillende partijen vreesde men voor een desastreuze kettingreactie in de financiële wereld. Om dat te voorkomen greep de *Federal Reserve Bank* of New York in, en werd een reddingsfonds opgericht, waaraan veel van de betrokken banken geld bijdroegen.

Dergelijke vormen van systeemrisico (*systemic risk*) vinden vooral plaats via de banken die als tegenpartij en *prime broker* optreden van veel hedgefondsen. Door het gebrek aan transparantie bij hedgefondsen, hun complexe strategieën en de soms ondoorzichtige financiële innovaties, is het voor banken moeilijker in kaart te brengen aan welke risico's zij blootstaan, en is adequaat risicomanagement complex. De recente crisis op de Amerikaanse hypotheekmarkt illustreert dit probleem. Een ander probleem is dat veel hedgefondsen vergelijkbare posities innemen; als deze min of meer tegelijkertijd geliquideerd moeten worden kan dat leiden tot grote gevolgen voor de prijzen op bepaalde markten. Vooral wanneer het minder verhandelde producten betreft zal dit effect groot zijn.

De afgelopen jaren zijn veel rapporten verschenen over de financiële stabiliteitseffecten van hedgefondsen, veelal afkomstig van centrale banken en toezichthouders²². Veel van deze rapporten bevatten ook belangrijke initiatieven om de mogelijk destabiliserende effecten van hedgefondsen te reduceren. Het valt buiten het bestek van dit rapport om hier uitgebreid op in te gaan. We bespreken hier kort enkele recente academische studies.

Chan e.a. (2006, 2007) onderzoeken twee belangrijke bronnen van systeemrisico: liquiditeitsrisico en tijdsvariatie in de samenhang tussen verschillende hedgefondsen. Hoe minder liquide de posities van een fonds zijn, des te groter is de impact indien er, onverwachts en op korte termijn, gehandeld moet worden. Daarnaast is het goed mogelijk dat hedgefondsen rendementen laten zien die relatief weinig samenhang met die van andere fondsen en andere activa (bijv. de S&P 500 index) vertonen, maar dat in tijden van crisis deze correlatie zeer groot wordt. In zo'n situatie kunnen veel hedgefondsen tegelijkertijd omvallen, terwijl de samenhang in rustige tijden geen aanleiding geeft dit te vermoeden. De auteurs concluderen voorzichtig dat hedgefondsen een periode tegemoet gaan met lagere rendementen en dat het systeemrisico in recente jaren langzaam maar zeker is toegenomen²³. Ook voor de toekomst verwachten zij een toename. De aanwijzingen hiervoor zijn indirect, omdat informatie over risico's en rendementen van hedgefondsen slechts beperkt openbaar is.

Traditionele financiële instituties, zoals banken en andere tussenpersonen, treden vaak op als kredietverlener voor hedgefondsen. Kambhu, Schueremann and Stiroh (2007) argumenteren dat een goed *credit risk management*

²² Bijvoorbeeld het *Basel Committee on Banking Supervision*, het *Financial Stability Forum*, de *Europese Centrale Bank*, nationale centrale banken en de *President's Working Group on Financial Markets*; en vanuit de particuliere sector de *Counterparty Risk Management Policy Group I and II*

²³ Zie in dit verband ook Khandani en Lo (2007) over de gebeurtenissen in augustus 2007.

systeem ontwikkeld moet worden om de gereguleerde financiële sector te beschermen tegen de minder-geregelde hedgefondsen. Zij bespreken ook de problemen die hierbij een rol spelen. Zo geeft Bernanke (2006) aan dat banken in de concurrentiestrijd om nieuwe hedgefondsen mogelijk te gunstige voorwaarden hanteren. Dit kan een relatief hoge mate van *leverage* (zoals bij LTCM) in de hand werken. Stulz (2007) stelt dat deze risico's reëel zijn, maar overschat worden, en dat de laatste jaren grote vooruitgang is geboekt in *risk management* systemen.

Hoewel een aantal historische gebeurtenissen laat zien dat hedgefondsen een rol spelen bij de (in)stabiliteit van de financiële markten, levert de wetenschappelijke literatuur nog geen eenduidig en overtuigend antwoord op de vraag in hoeverre hedgefondsen de instabiliteit beïnvloeden. Mogelijk dat door de opkomst van hedgefondsen risico's grotendeels bij andere partijen komen te liggen dan voorheen. Het recente failliet van Amaranth in 2006, dat gepaard ging met gigantische verliezen voor beleggers in dit fonds, heeft zeer beperkte gevolgen gehad voor andere partijen. Ten slotte is het de vraag in hoeverre de mogelijk negatieve effecten van hedgefondsen opwegen tegen de positieve effecten, zoals het vergroten van markefficiëntie en een verdere integratie van financiële markten (zie ook Garbaravicius en Dierick, 2005).

4.3.3. De effecten van activistische hedgefondsen

De activiteiten van hedgefondsen als activistische beleggers zijn tot nu toe weinig bestudeerd in wetenschappelijke studies. In deze paragraaf zullen de bestaande studies worden beschreven. Het is belangrijk op te merken dat wel een uitgebreide literatuur bestaat over activistische beleggers, anders dan hedgefondsen. Een uitgebreid overzicht van deze literatuur is opgenomen in de studie van Romano (2001). Voorbeelden van dergelijke activistische beleggers van zijn de Amerikaanse pensioenfondsen TIAA-CREF (zie Carleton et al., 1998) en CalPERS (zie Smith, 1996). Overigens luidt Romano's (2001, p. 191) conclusie dat de beleggers redelijk succesvol zijn in het teweegbrengen van de gewenste veranderingen in de *corporate governance* structuren, maar dat deze aanpassingen niet structureel leiden tot meetbare waardeverhogingen van de aandelenportefeuilles.

In totaal zijn zes studies in de literatuur gevonden waarin de activiteiten van hedgefondsen worden onderzocht. Vijf studies hebben betrekking op Amerikaanse beursondernemingen, waarvan vier studies zogenaamde 13D filings als bron gebruiken. Deze 13D filings zijn verplicht voor aandeelhouders in de Verenigde Staten, wanneer een belang van 5% of meer wordt verworven en dit belang niet dient als een passieve investering (in het laatste geval dient een 13G filing te worden ingediend). De regulering over deze meldingen schrijft voor dat de aandeelhouders aangeven welke intenties zij hebben, aangezien het doel (purpose) van de transactie moet worden vermeld. Hedgefondsen die activistische strategieën volgen maar geen of belangen onder de meldingsdrempel hebben in de doelondernemingen vallen in de meeste gevallen buiten deze studies.

Klein en Zur (2006) onderzoeken 194 Amerikaanse casussen in de periode 2003-2005 waarin hedgefondsen een belang in een onderneming melden en aangeven een activistische doelstelling met hun belegging na te streven. De onderzoekers beschrijven de kenmerken van ondernemingen in de portefeuilles van hedgefondsen, waaruit blijkt dat winstgevende, financieel gezonde ondernemingen worden gekocht die een bovengemiddelde hoeveelheid kasmiddelen op hun balans hebben. Op het moment dat de fondsen publiek maken een belang in de onderneming te hebben vindt een significante koersstijging plaats. De operationele winstgevendheid in boekhoudkundige termen toont geen stijging in het jaar na de melding. De dividenduitkering stijgt wel nadat hedgefondsen een aandeel in de onderneming nemen. Klein en Zur vinden dat in 60% van de gevallen de eisen van de hedgefondsen worden ingewilligd. Het meest genoemde verzoek is een verandering in de samenstelling van de *board of directors* (26%), gevolgd door het aanpassen van de strategie (19%).

Brav et al. (2006) onderzoeken 888 gevallen van activisme door 131 hedgefondsen in de Verenigde Staten over de periode 2001-2005. De opzet van de studie is vergelijkbaar met Klein en Zur (2006) en de resultaten komen groten-

deels overeen. De doelwitondernemingen zijn financieel gezond en winstgevend, maar hebben een relatief lage beurswaarde, betalen lage dividenden en geven hoge beloningen aan de bestuursvoorzitter (CEO). Op het moment dat de hedgefondsen hun belang bekend maken, via een 13D *filing*, stijgt de aandelenkoers (na correctie) met 5% tot 7%. Het mediane belang dat de fondsen melden is 10% en in minder dan 5% van de gevallen kopen de hedgefondsen een controlerend belang van 50% of meer. Het is interessant dat de auteurs vinden dat met name drastische eisen, zoals verandering van de strategie of verkoop, tot dergelijke positieve effecten leiden, terwijl aanpassingen in de financiële of governance-structuur weinig effect op de aandelenkoers teweegbrengen. In tegenstelling tot Klein en Zur (2006) vinden de auteurs dat de operationele winsten, in boekhoudkundige termen, stijgen in het jaar nadat de hedgefondsen hun belang melden. Gemiddeld is de winststijging in vergelijking met ondernemingen waar hedgefondsen niet actief zijn 4 tot 10 procentpunt hoger. Het meest zichtbare effect treedt op voor de CEO, aangezien zijn beloning significant daalt en de kans op ontslag stijgt. De auteurs benadrukken tenslotte dat de heterogeniteit in termen van strategie en effecten zeer groot is. Zo is bijvoorbeeld 26% van het activisme 'hostile', in de zin dat het management van de onderneming zich publiek verzet tegen de wensen van het hedgefonds. In 41% van de gevallen zijn de hedgefondsen succesvol gezien hun eisen en in 26% gedeeltelijk succesvol.

Boyson en Mooradian (2007) bestuderen in de periode 1994-2005 418 gevallen van activisme door 111 hedgefondsen. De opzet en resultaten komen zeer sterk overeen met de twee hiervoor beschreven studies. Direct na de 13D melding stijgt de koers van het aandeel en op langere termijn is een verbetering van de operationele prestaties meetbaar. In vergelijking met de eerdere studies valt het op dat met name een verandering in de governance-structuur en het verminderen van de kasmiddelen – bijvoorbeeld door een dividenduitkering – de meest positieve effecten hebben.

Clifford (2007) analyseert over de periode 1998-2005 197 hedgefondsen, waarvan alle aandelenbelangen – zowel passief (13G) als actief (13D) – worden verzameld. De auteur vindt tevens 104 gevallen waar een hedgefonds de melding van passief naar actief omzet, hetgeen aangeeft dat de fondsen het onderscheid zeer serieus nemen. De resultaten tonen dat in 2005 42% van de beleggingen van de hedgefondsen in de steekproef als actief wordt geclassificeerd, waarbij aangetekend dient te worden dat de steekproef bestaat uit fondsen die in minstens één onderneming actief zijn (geweest). Een vergelijking tussen ondernemingen waar hedgefondsen actief of passief in investeren toont dat activisme leidt tot sterkere koersstijgingen direct na aankondiging en betere operationele prestaties in de opvolgende jaren. De belangrijkste reden voor de verbetering van de operationele prestaties is het verkopen van activa.

Bratton (2007) bestudeert 146 Amerikaanse ondernemingen die doelwit zijn geweest van een hedgefonds van 2002 tot en met juni 2006, op basis van artikelen in de media. Ondanks dat de studie niet op 13D data is gebaseerd komen de uitkomsten sterk overeen met de andere studies voor de Verenigde Staten. De auteur beschrijft welke stappen een hedgefonds normaliter neemt. In eerste instantie meldt het fonds het belang en de wensen voor de 13D *filing* aan de doelwitonderneming en vraagt om een gesprek. De keuze van de onderneming om al dan niet op het verzoek in te gaan heeft volgens Bratton gevolgen voor de inhoud van de 13D *filing*, aangezien deze ook door andere (potentiële) aandeelhouders worden gelezen. Indien de onderneming besluit de wensen van het hedgefonds niet in te willigen zal het hedgefonds met een zogenaamde *proxy contest* dreigen, waarbij de kosten voor de onderneming gemiddeld \$ 250.000 zijn. In een dergelijke strijd wordt het management van de onderneming gedwongen de aandeelhouders over de voorstellen van de hedgefondsen te laten stemmen.

Tenslotte is Becht et al. (2006) een case studie naar het Engelse hedgefonds Hermes U.K. Focus Fund. De representativiteit van deze studie is beperkt, omdat de activiteiten van een specifiek fonds zijn beschreven. De auteurs beschrijven de strategie van het Hermes U.K. Focus Fund, waaruit blijkt dat in eerste instantie private besprekingen met het management van doelwitondernemingen wordt gevoerd en dat alleen in het geval dat de managers onvoldoende – naar de mening van het fonds – medewerking verlenen, de publiciteit wordt gezocht. De studie

omvat 41 ondernemingen waarvan in 30 gevallen actieve benadering plaatsvindt. In het algemeen wordt een groot deel van de aanbevelingen van het fonds opgevolgd en leiden de aankondigingen van de gevraagde veranderingen tot positieve koersreacties.

De voorgaande beschrijving van activiteiten door hedgefondsen in de Verenigde Staten levert een redelijk consistent beeld op. Een belangrijke reden voor deze consistentie is dat de periode, databronnen en opzet in de studies nagenoeg gelijk zijn. Aan de hand van de case studie van het Engelse fonds kunnen geen algemene conclusies over de situatie buiten de Verenigde Staten worden verbonden. In ons onderzoek zijn geen andere studies naar de activiteit van activistische hedgefondsen gevonden.

4.4 Activiteiten van hedgefondsen in Nederland

In deze paragraaf zullen de activiteiten van hedgefondsen als aandeelhouder in Nederlandse beursvennootschappen worden beschreven. Ten eerste zal het aandelenbezit van hedgefondsen aan de hand van de registers bij de Autoriteit Financiële Markten worden beschreven (4.4.1). Vervolgens worden aan de hand van casussen publieke activiteiten van hedgefondsen beschreven (4.4.2). Tot slot wordt een beschrijving gegeven van de resultaten van een vragenlijst over hedgefondsen onder Nederlandse beursvennootschappen (4.4.3).

4.4.1. Aandelenbezit door hedgefondsen in Nederlandse beursvennootschappen

De eerste verkenning naar de activiteiten van hedgefondsen in Nederland begint met een onderzoek naar de mate waarin hedgefondsen zijn opgenomen in de registers van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) als gevolg van meldingen in het kader van de Wet Melding Zeggenschap (WMZ). Deze wet verplicht sinds 1 februari 1992 aandeelhouders met een belang boven de 5% hun belang te melden. Vervolgens dient de aandeelhouder zich opnieuw te melden zodra specifieke drempels worden overschreden. De huidige drempelwaardes zijn 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% en 95%.

In de registers van de AFM is gezocht op namen van de hedgefondsen. De lijst met namen van in Nederland actieve fondsen is opgesteld door met steekwoorden in Het Financieele Dagblad te zoeken naar hedgefondsen die activiteiten in Nederland ontplooiën. Van elk van de fondsen op de lijst zijn per beursfonds de datum en omvang van de eerste melding alsook het maximale belang in Tabel 4.5 opgenomen. Meldingen tot 1 juli 2007 zijn in het overzicht verwerkt.

Tabel 4.5 toont bijvoorbeeld dat Amber Capital LP op 6 augustus 2004 een belang van 5,47% heeft genomen in Laurus, en dat later dit belang is uitgebreid tot 17,91%. In totaal blijken zes hedgefondsen in één of meer Nederlandse beursvennootschappen een substantieel belang te hebben (gehad). Met name Amber en Centaurus zijn belangrijk voor de Nederlandse beursfondsen, aangezien zij ieder in vier ondernemingen vertegenwoordigd zijn. Vermeld dient te worden dat het gemelde maximale belang van Centaurus en Paulson & Co. in Stork hetzelfde belang is, dat door beide fondsen wordt gemeld.

Van de zes opgenomen fondsen zijn er twee van Engelse oorsprong (Centaurus en The Children's Investment Fund) en de overige vier fondsen Amerikaans. Hierbij is gekeken naar de locatie van het hoofdkantoor van de instelling, aangezien statutaire vestiging in enkele gevallen in landen als de Kaaiman-eilanden is, vanwege het aantrekkelijke fiscale of juridische regime.

De informatie in Tabel 4.5 omvat een specifiek deel van de belangen van hedgefondsen in Nederlandse beursondernemingen, vanwege de laagste meldingsdrempel van 5%, waardoor belangen onder deze drempel alleen worden gemeld indien voorheen een groter belang werd gehouden.

Tabel 4.5 | Aandelenbezit hedgefondsen

Fonds	Vennootschap	Initiële melding	Initieel belang	Maximaal belang
Amber Capital LP	Laurus N.V.	6-aug-04	5,47%	17,91%
Amber Capital LP	Lycos Europe N.V.	18-jan-05	5,62%	5,62%
Amber Capital LP	Versatel Telecom International N.V.	6 mrt 07	6,15%	6,15%
Amber Capital LP	OPG Groep N.V.	10-aug-07	5,36%	5,36%
Centaurus Alpha Master Fund Limited	PinkRocade N.V.	20-dec-04	5,00%	5,00%
Centaurus Alpha Master Fund Limited	Stork N.V.	7-jan-05	5,39%	31,40%
Centaurus Alpha Master Fund Limited	Versatel Telecom International N.V.	16-aug-05	5,00%	6,34%
Centaurus Capital Ltd	Corporate Express	7-jun-07	5,02%	5,02%
Lansdowne Partners Limited	CSM N.V.	1-nov-06	9,51%	10,62%
Mellon HBV Alternative Strategies LLC	ASM International N.V.	1-nov-06	7,27%	7,27%
Paulson & Co Inc	Stork N.V.	6-sep-06	27,01 %	31,40%
The Children's Investment Master Fund Ltd.	Euronext N.V.	24-jan-06	8,54%	8,54%

4.4.2. Activiteiten van hedgefondsen, analyse van casussen

In de afgelopen jaren is een aantal hedgefondsen zichtbaar actief geweest als aandeelhouder van Nederlandse beursondernemingen. Doordat de fondsen via de media of in aandeelhoudersvergaderingen zichzelf en hun wensen kenbaar maakten is het mogelijk inzicht te krijgen in het publieke deel van hun activiteiten. Het is belangrijk op te merken dat uit het literatuuroverzicht is gebleken dat hedgefondsen ook buiten de aandeelhoudersvergadering of media kunnen opereren, waardoor hun beleggingen en activiteiten alleen voor de bestuurders van de beursvennootschappen zichtbaar worden. In paragraaf 4.4.4 zal nader worden ingegaan op deze private activiteiten.

De publieke activiteiten van hedgefondsen zijn getraceerd vanaf 1985. Voor dit onderdeel gebruiken wij het elektronische archief van Het Financieele Dagblad, waarin met steekwoorden artikelen over hedgefondsen gezocht zijn in de periode 1 januari 1985 tot 1 juli 2007. In totaal zijn 14 casussen in deze periode gevonden, waarbij een Nederlandse beursonderneming wordt benaderd door een hedgefonds. In Appendix B is voor elk van de casussen een beschrijving gegeven, gebaseerd op informatie uit Het Financieele Dagblad, websites van de vennootschappen en van de hedgefondsen. Iedere casusbeschrijving begint met een korte samenvatting. Vervolgens wordt achtereenvolgens beschreven: de onderneming, de hedgefondsen, de actie van de hedgefondsen, de reactie van de onderneming, standpunten van andere partijen (indien beschikbaar van vakbonden, ondernemingsraad en de Vereniging van Effectenbezitters) en de uitkomst. Tevens wordt voor iedere casus een classificatie beschreven, aan de hand waarvan de tabellen in de tekst zijn gemaakt. Tabel 4.6 bevat een chronologisch overzicht van de casussen.

De lijst van 14 casussen toont dat in Nederland hedgefondsen voor het eerst zichtbaar actief zijn geworden in 2004²⁴. De beursvennootschappen die doelwit van de hedgefondsen zijn lopen in grootte uiteen van Koninklijk/

²⁴ De 14 casussen omvatten niet de gevallen die reeds in het voorgaande onderdeel over private equity zijn beschreven, omdat dit tot een dubbeltelling leidt. De casussen waar private equity huizen uiteindelijk de onderneming van de beurs halen, maar waarbij in eerste instantie hedgefondsen zijn betrokken zijn Vendex en VNU. Bij Vendex is K-Capital actief met een belang van meer dan 5% en deze partij steunt de activiteiten van Guy Wyser-Pratte. Bij VNU is Knight Vinke met een belang van 2% actief als hedgefonds dat VNU in eerste instantie vraagt een voorgenomen overname niet door te zetten en later pleit voor opsplitsing.

Tabel 4.6
Overzicht casussen

	Jaar
Naam vennootschap	
Koninklijke/Shell Groep	2004
CSM	2004
Unilever	2004
Laurus	2004
PinkRoccade	2004
Versatel	2005
ASMI	2005
Stork	2006
ArcelorMittal	2006
Ahold	2006
Euronext	2006
Akzo Nobel	2007
Nutreco	2007
ABN Amro	2007

Tabel 4.7
Hedgefondsen in de casussen

	Aantal casussen
Naam fonds	
Amber Funds	2
Atticus	1
Centaurus	6
Knight Vinke Asset Management	1
Lansdowne	1
Mellon/Fursa	3
Paulson & Co	3
SRM Advisers	1
The Children Investment Fund	2
Tosca	1
Trafalgar Asset Managers	1
York	1
Land van herkomst	
Verenigde Staten	12
Verenigd Koninkrijk	10
Nederland	0
Anders	1
Initieel belang fonds	
Minder dan 1%	2
1% tot 5%	2
5% tot/met 10%	7
Meer dan 10%	3
Samenwerking	
Ja	11
Nee	2
Onduidelijk	1

Shell Groep met een beurswaarde van € 143 miljard (mei 2004) tot PinkRoccade met een beurswaarde van € 248 miljoen (mei 2004). In Tabel 4.7 zijn de hedgefondsen in de casussen opgenomen.

Het meest actieve fonds in Nederland is Centaurus, een hedgefonds uit het Verenigd Koninkrijk dat onder meer belegt of heeft belegd in VNU, TNT, Akzo Nobel, Vendex KBB, Getronics, Ahold, CSM, Stork, PinkRoccade, en SBM Offshore. Centaurus' fondsbeheerder is Bernard Oppetit. Deze Fransman, die met vier Britse en Amerikaanse partners \$ 2,7 miljard beheert voor instituten uit Europa en de VS, belegt meer dan \$ 400 miljoen in Nederland: een relatief groot deel van de portefeuille. Twee andere relatief actieve fondsen zijn Paulson & Co. en Mellon, ieder aanwezig in drie casussen.

Het land van herkomst van de hedgefondsen is voor de 23 keer dat een fonds in een casus is opgenomen uitgezocht door naar de locatie van het hoofdkantoor te kijken. De uitingen in de media geven normaliter geen informatie over de landen waar de fondsen statutair zijn gevestigd. In 12 gevallen is het fonds Amerikaans en in 10 gevallen Engels. Er zijn geen Nederlandse fondsen actief en één fonds heeft haar kantoor in Monaco.

Vervolgens is voor iedere casus geprobeerd te achterhalen met welk aandelenbelang de fondsen de beursvennootschappen benaderen. Indien twee of meer fondsen samenwerken is het gezamenlijke aandelenbezit geregistreerd. In twee gevallen is het belang minder dan 1%. Deze twee observaties betreffen logischerwijs de grote fondsen Koninklijk/Shell Groep en Unilever. In twee casussen is een belang tussen 1% en 5% in handen van de fondsen. De meeste casussen hebben een belang tussen 5% en 10%, te weten zeven gevallen. In drie gevallen hebben de fondsen meer dan 10%, waarbij opgemerkt dient te worden dat in deze casussen twee of drie fondsen betrokken zijn.

In de 14 casussen wordt in 11 gevallen samengewerkt door de hedgefondsen met andere hedgefondsen of andere beleggers. In een aantal gevallen is de samenwerking expliciet, zoals tussen Centaurus en Paulson & Co. In alle vier de casussen waar Paulson & Co. betrokken is, is ook Centaurus present. In Tabel 4.8 zijn de activiteiten van de hedgefondsen opgenomen, waarbij tevens de reactie van de vennootschap en andere belanghebbenden wordt gedocumenteerd.

In de jaren voor 2004 zijn geen gevallen gevonden waarin hedgefondsen in Nederland actief zijn. Vanaf 2005 is er ieder jaar een redelijk aantal casussen. Echter, de aantallen per jaar zijn te laag om een trend te kunnen ontdekken in de hoeveelheid casussen per jaar.

De situatie waarin de vennootschap verkeert op het moment dat hedgefondsen actief worden, is relevant om te kunnen inschatten welke ondernemingen doelwit kunnen worden van hedgefonds activisme en

Tabel 4.8
*Samenvatting van activiteiten van
 hedgefondsen in de casussen*

	Aantal casussen
Jaar aanvang activiteit	
Voor 2004	0
2004	5
2005	2
2006	4
2007 (tot 1 juli)	3
Situatie vennootschap bij aanvang	
Geen bijzondere situatie	4
Financiële problemen	1
Bieding op aandelen	3
Geplande fusie of overname	3
Kasmiddelen toegenomen	1
Andere specifieke situatie	2
Verzoek fonds	
Inkoop aandelen of dividendverhoging	1
Verkoop (geheel of delen) of opsplitsing	5
Invloed bij aanstaande acquisitie	2
Aanpassing governance structuur	2
Aanpassing strategie	1
Ontslag bestuurders/commissarissen	1
Hoger bod	3
Overig	2
Reactie vennootschap	
Positief	5
Neutraal	2
Negatief	7
Overige reacties	
Vakbonden positief	1
Vakbonden negatief	4
Ondernemingsraad positief	0
Ondernemingsraad negatief	3
VEB positief	11
VEB negatief	3
Uitkomst	
Volledig verzoek ingewilligd	3
Verzoek deels ingewilligd	5
Verzoek niet ingewilligd	4
(Nog) onbekend	2

wat de strategieën van hedgefondsen zijn. In vier gevallen is geen objectief vast te stellen bijzondere situatie gevonden. De hedgefondsen zijn in deze casussen van mening dat de ondernemingen onderpresteren of ondergewaardeerd zijn. Het meest bekende voorbeeld is Stork. In één geval verkeert de onderneming in financiële problemen. In drie gevallen is sprake van een aanstaande overname waarbij de vennootschap wordt overgenomen door een andere onderneming. In deze casussen proberen de hedgefondsen zich te verzetten tegen de bieding, met als doel een hoger bod af te dwingen. Een voorbeeld is de overname van Versatel door Tele2. In een drietal andere casussen is de vennootschap voornemens een fusie aan te gaan of een overname te doen, waarbij het hedgefonds verwacht dat een andere fusiepartner meer waardevol is of dat de overname niet waardevol is. In één van deze drie casussen, omtrent Euronext, speelt het hedgefonds The Children Investment Funds overigens een dubbelrol door zowel aandeelhouder van Euronext als van Deutsche Börse, de gewenste fusiepartner, te zijn. In één casus zijn de kasmiddelen van de onderneming recentelijk significant toegenomen als gevolg van de verkoop van een bedrijfsonderdeel. De strategie is om een dividenduitkering of aandeleninkoop te eisen, waarbij de uitkering groter is dan de waardedaling van de onderneming na uitkering. In twee casussen spelen specifieke omstandigheden een rol, te weten de reservekwestie in Koninklijke/Shell Groep en de juridische strijd om de conversie van preferente aandelen bij Unilever.

De verzoeken die de hedgefondsen aan de vennootschappen voorleggen zijn uiteenlopend. In een drietal gevallen hebben de fondsen overigens twee verzoeken voor de ondernemingen. In vijf casussen vragen de fondsen om verkoop of opsplitsing van de vennootschap. Voorbeelden zijn Ahold en Stork, waarbij de hedgefondsen menen dat de huidige combinatie van activiteiten minder waardevol is dan na splitsing of in handen van een andere partij. Een soortgelijk verzoek, maar dan gericht op toekomstige uitbreiding, is om invloed bij een aanstaande acquisitie. In twee gevallen vragen hedgefondsen een geplande overname af te blazen, omdat de prijs in relatie tot de waardevermeerdering in hun ogen onvoldoende zal zijn. Zoals bij de situaties van de vennootschap is aangegeven, zijn er drie casussen waarin een overname aanstaande is. In deze gevallen proberen de hedgefondsen een hoger bod af te dwingen en vragen zij de onderneming niet op de bieding in te gaan.

In één geval vraagt het fonds om een dividenduitkering. Het is evident dat dit geval volgt op de verkoop van een bedrijfsonderdeel en de toegenomen kaspositie (Nutreco). In een tweetal casussen vragen de hedgefondsen om aanpassing van de governance-structuur van de onderneming, te weten de duale structuur bij Koninklijke/Shell Groep en de benoemingsprocedures bij ASMI. In één casus wordt expliciet om het ontslag van de bestuursvoorzitter gevraagd.

De reacties van de vennootschap op het hedgefonds activisme zijn divers. De classificatie leidt tot vijf positieve, twee neutrale en zeven negatieve reacties. Uit de beschrijvingen van de casussen blijkt deze diversiteit nog helderder. Aan de ene kant is er het verzet van Stork tegen de vraag om opsplitsing, terwijl aan de andere kant

Nutreco vrijwel direct tot uitbetaling van het gevraagde dividend overgaat. Van de vakbonden en ondernemingsraden zijn meestal geen reacties te vinden, met uitzondering van drie casussen waar beiden negatief reageren vanwege de vrees voor banenverlies. Tevens is er één geval waar een vakbond afspraken eist over werkgelegenheid in het geval van een opsplitsing en één geval waar een vakbond de hedgefondsen steunt in een poging een geplande overname te voorkomen. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) behartigt normaliter de belangen van minderheidsaandeelhouders en is in 11 casussen positief, omdat zij verwacht dat de plannen van de hedgefondsen voor alle aandeelhouders waarde creëren. In drie (uiteenlopende) casussen is de VEB tegen de plannen van de hedgefondsen, voornamelijk om inhoudelijke redenen. Over het algemeen is in de media weinig aandacht voor de reactie van andere aandeelhouders te vinden, met uitzondering enkele gevallen waar aandeelhouders de activiteiten van de hedgefondsen steunen.

De uitkomsten van het hedgefonds activisme ten slotte zijn ingeschat door de verzoeken van de fondsen te vergelijken met de werkelijke acties van de ondernemingen. Opgemerkt dient te worden dat deze acties niet noodzakelijkerwijs een reactie op de hedgefondsen zijn, maar ook zonder hun inmenging tot stand hadden kunnen komen. In een tweetal casussen is de afloop nog niet bekend. Van de overige 12 casussen is in vier gevallen het verzoek niet ingewilligd, in vijf gevallen deels en in drie gevallen volledig. Een nadere beschouwing van de casussen toont dat activisme voor hedgefondsen een risicovolle bezigheid is, waarbij de uitkomsten van de strategie zeer onzeker zijn. De succesvolle acties zijn bij Nutreco (dividend), Laurus (verkoop) en PinkRocade (toestemming boekenonderzoek Ordina) geweest. Echter, Nutreco had volgens haar bestuursvoorzitter het verzoek al voorzien; de verkoop bij Laurus kwam mede onder druk van banken in een periode van financiële problemen tot stand en Ordina trok zich uiteindelijk terug als bieder op PinkRocade. Tegenover deze successen staan de nog lopende zaken en de niet-ingewilligde verzoeken. Met name de casussen waarin de hedgefondsen in een overnamesituatie aandelen in de doelwitonderneming kopen in de hoop een bod boven de aankoopkoers te realiseren, zoals Versatel en ArcelorMittal, tonen de kwetsbaarheid van de hedgefondsen.

In de voorgaande analyse zijn de publieke activiteiten van hedgefondsen in Nederland onderzocht. Aangezien uit het literatuuroverzicht blijkt dat hedgefondsen ook buiten aandeelhoudersvergaderingen en media om kunnen opereren, zullen in het vervolg ook private activiteiten worden onderzocht.

4.4.3. Activiteiten van hedgefondsen, vragenlijst onder beursvennootschappen

In dit onderdeel, dat noodzakelijk is om de activiteiten van hedgefondsen in Nederland te beschrijven, worden de resultaten weergegeven van een vragenlijst over hedgefonds activisme onder Nederlandse beursvennootschappen. Deze enquête is nodig omdat diverse studies hebben aangetoond dat institutionele beleggers – en in het bijzonder hedgefondsen – op grote schaal gebruik maken van private kanalen. Met andere woorden, het beschrijven van alleen publieke activiteiten zou de rol van hedgefondsen onderschatten.

In juli 2007 is aan de secretarissen van de Raad van Bestuur van 130 Nederlandse vennootschappen met een notering aan Euronext Amsterdam een brief met vragenlijst en retourenvelop verstuurd. In de begeleidende brief van het Ministerie van Financiën is het doel van het onderzoek uiteengezet. Tevens is vermeld dat alle reacties anoniem verwerkt en weergegeven zullen worden. In de brief wordt verzocht uiterlijk 1 september te reageren. Alle reacties die voor 3 oktober zijn ontvangen, zijn in het onderzoek opgenomen.

In de vragenlijst is als definitie van hedgefondsen gegeven dat dit fondsen zijn die arbitragemogelijkheden proberen te vinden en benutten. Tevens is uitgelegd dat informatie verzameld wordt over hedgefondsen die vennootschappen benaderen met vragen op strategisch vlak, bijvoorbeeld, het verzoek om de *corporate governance* structuur te veranderen of om een bedrijfs onderdeel af te stoten. In de voetnoot is een alfabetische lijst opgenomen van hedgefondsen. Hierbij is vermeld dat deze lijst niet uitputtend is, maar als een indicatie van het type

aandeelhouders dat als hedgefonds kan worden aangemerkt. Alle vragen hebben betrekking op een periode van 3 jaar eindigend op 1 juli 2007, of, indien recenter, sinds introductie aan Euronext Amsterdam. Omwille de vertrouwelijkheid is aan de respondenten verzocht niet de werkelijke namen van de fondsen te gebruiken maar letters (A, B, etc.). De eerste vraag luidde: “Welke hedgefondsen zijn in de afgelopen drie jaar eindigend op 1 juli 2007 aandeelhouder van uw vennootschap geweest of nu aandeelhouder? Geef per hedgefonds de door u geschatte periode van aandeelhouderschap, het land van herkomst, en het percentage van het aandelenkapitaal dat zij in bezit hebben of hadden en wanneer en op welke wijze u geïnformeerd bent geraakt over het aandelenbezit.” De vervolgvraag was: “Welke hedgefondsen hebben u actief benaderd, met als doel de vennootschap te beïnvloeden? Beschrijf per fonds wanneer en op welke wijze uw vennootschap is benaderd. Kunt u aangeven in welke mate de activiteiten door hedgefondsen via media of uw persdienst publiek zijn gemaakt? Kunt u ook de aard van de benadering aangeven (bijv. hogere uitkering aan aandeelhouders, afsplitsing, strategiewijziging, overig)? Hoe heeft u gereageerd op de activiteiten van de hedgefondsen?”

Tabel 4.9 | Respons vragenlijst en aantal hedgefondsen als aandeelhouder

Response	Aantal	Percentage
Aangeschreven beursvennootschappen	130	100%
Verleent geen medewerking	1	1%
Geen reactie ontvangen	83	64%
Bruikbare reacties	46	35%
Analyse van reacties		
Bruikbare reacties	46	100%
Geen hedgefondsen bekend als aandeelhouder	26	57%
Eén of meer hedgefondsen bekend als aandeelhouder	20	43%
Eén fonds	3	7%
Twee fondsen	2	4%
Drie fondsen	3	7%
Vier fondsen	4	9%
Vijf fondsen	3	7%
Zes fondsen	2	4%
Zeven of meer fondsen	1	2%
Ongedefinieerd aantal, meer dan één	2	4%

Van de 130 aangeschreven beursvennootschappen is één reactie ontvangen waarin aangegeven wordt dat niet aan het onderzoek zal worden meegewerkt. In totaal zijn 46 bruikbare reacties ontvangen, hetgeen overeenkomt met 35% van de beursvennootschappen. Dit is een hoog responspercentage, in vergelijking met eerdere onderzoeken²⁵. Aangezien de vragenlijst anoniem is, is het niet mogelijk te beoordelen in welke mate de responderende instellingen representatief zijn voor de volledige set van aangeschreven vennootschappen. Het is denkbaar dat vennootschappen die in de afgelopen jaren met hedgefondsen te maken hebben gehad, het belang van de studie meer inzien en eerder bereid zijn een reactie te sturen. De respons op de vragenlijst is in Tabellen 4.9 en 4.10 weergegeven.

De resultaten in Tabel 4.9 laten zien dat 26 respondenten (57%) aangeven bij de eerste vraag dat geen enkel hedgefonds als aandeelhouder bekend is geweest in de afgelopen jaren. Anderzijds geven 20 respondenten (43%) aan één of meer hedgefondsen als aandeelhouder te hebben of in het verleden te hebben gehad.

²⁵ Bijvoorbeeld, in 2006 heeft de Monitoring Commissie Corporate Governance een enquête gehouden onder Nederlandse beursondernemingen waarop 32 reacties zijn ontvangen.

Tabel 4.10 | Activiteiten van hedgefondsen

	Aantal	Mediaan/Percentage
Panel A: Belangen		
Aantal belangen van hedgefondsen	64	
Aantal verkochte belangen (%)	11	17%
Aantal huidige belangen (%)	53	83%
Gemiddelde duur verkochte belangen in dagen (mediaan)	691	273
Gemiddelde duur huidige belangen in dagen (mediaan)	475	365
Gemiddeld belang (mediaan)	2,99%	2,00%
Aantal belang groter dan 3% (%)	20	31%
Aantal belang groter dan 5% (%)	8	13%
Land van herkomst, aantallen (%)		
Verenigde Staten	27,5	43%
Verenigd Koninkrijk	31,5	49%
Nederland	1	2%
Overig/onbekend	4	6%
Informatie over belang van hedgefondsen	37	58%
Panel B: Actieve benaderingen		
Aantal actieve benaderingen (% van belangen)	26	41%
Jaar eerste benadering (% van benaderingen)		
Voor 2004	2	8%
2004	1	4%
2005	6	23%
2006	6	23%
2007 (tot 1 juli)	11	42%
Benadering publiek bekend gemaakt	2	8%
Intentie		
Inkoop aandelen of dividendverhoging	4	15%
Verkoop (geheel of delen) of opsplitsing	10	38%
Invloed bij aanstaande acquisitie	3	12%
Aanpassing governance structuur	2	8%
Aanpassing strategie	9	35%
Overig	2	8%
Reactie		
Positief	5	19%
Neutraal	16	62%
Negatief	5	19%

Van de 20 respondenten die aangeven ervaring te hebben met hedgefondsen als aandeelhouder, is slechts bij drie vennootschappen één hedgefonds aandeelhouder. Bij de overige vennootschappen zijn twee of meer fondsen actief. Een tweetal respondenten reageert via een brief, maar volgen niet de instructies in de vragenlijst op. Uit de twee brieven blijkt dat meer dan één hedgefonds aandeelhouder zijn of dit in het verleden zijn geweest. Een respondent noemt zes fondsen en vermeldt nog van 23 andere hedge-fondsen te weten dat zij een belang hebben (dat kleiner is dan 0,01%).

In Tabel 4.10 zijn de kenmerken van de participaties van de hedge-fondsen en hun eventuele benaderingen van beursvennootschappen weergegeven.

In Panel A van Tabel 4.10 zijn de belangen van hedge-fondsen weergegeven. In totaal leveren de 20 reacties 64 participaties van een specifiek hedgefonds in een bepaald beursfonds. Hierbij dient opgemerkt te worden dat (i) twee vennootschappen de specifieke hedgefondsen hebben genoemd, (ii) één vennootschap eenmaal 'een com-

binatie van fondsen' noemt, en (iii) één vennootschap meldt nog 23 fondsen als aandeelhouder te hebben zonder deze te specificeren. De bovengenoemde informatie kan niet in Tabel 4.10 worden verwerkt.

Van de 64 waarnemingen zijn 11 belangen (17%) reeds verkocht, terwijl de overige 53 belangen (83%) per 1 juli 2007 nog in handen van de hedge-fondsen waren. De gemiddelde tijd dat een verkocht belang was aangehouden is 691 dagen, ofwel bijna twee jaar. De mediaan van 273 dagen toont dat de verdeling enigszins scheef is, waarbij een beperkt aantal waarnemingen met een hoog aantal dagen het gemiddelde opwaarts beïnvloedt. Bij de nog bestaande belangen is de gemiddelde duur 475 dagen en de mediaan exact één jaar.

Het gemiddelde belang is 2,99% en de mediaan 2%. De verdeling is enigszins scheef, waarbij het gemiddelde wordt beïnvloed door een drietal waarnemingen met een belang boven de 10%. In totaal zijn 8 van de 64 belangen boven de WMZ meldingsdrempel van 5% hetgeen redelijk in lijn is met de 12 belangen in Tabel 4.5. Er zijn 20 belangen boven een drempel van 3%. Het land van herkomst van de hedgefondsen is in 43% van de gevallen de Verenigde Staten, in 49% het Verenigd Koninkrijk²⁶. Eén hedge-fonds is van Nederlandse afkomst en vier fondsen hebben andere landen van herkomst, te weten Duitsland, Bermuda, Italië en Zwitserland. In 37 gevallen (58%) meldt het hedge-fonds zelf dat zij een belang in een onderneming heeft. Volgens de respondenten gebeurt dit schriftelijk of mondeling tijdens een bezoek aan de onderneming, road-shows of conference calls. De hedge-fondsen die zich niet zelf melden worden getraceerd via zogenaamde *shareholder identification surveys/reports*, WMZ-meldingen of registratie voor de aandeelhoudersvergadering.

In Panel B zijn de actieve benaderingen van de hedge-fondsen beschreven. In totaal is van de 64 investeringen, bij 26 observaties (41%) melding gemaakt van een actieve benadering door het hedge-fonds. Anderzijds is dus in 36 gevallen (59%) geen sprake van actieve benadering, terwijl de aandeelhouders wel door de respondenten als hedgefondsen worden geclassificeerd. Hoewel in de vraagstelling is aangegeven dat de vragen betrekking hebben op de afgelopen drie jaren, heeft een aantal respondenten ook informatie over voorgaande jaren verstrekt. De meeste observaties hebben betrekking op 2007.

Teneinde in te schatten in welke mate hedge-fondsen buiten publieke communicatiekanalen opereren, is onderzocht of de contacten tussen vennootschap en hedge-fonds publiek bekend zijn gemaakt. Slechts in twee van de 26 (8%) actieve benaderingen is het contact publiek gemaakt. Deze bevinding onderstreept tevens het belang van de enquête en de toegevoegde waarde ten opzichte van de casussen. De hedge-fondsen gebruiken klaarblijkelijk een strategie waarbij zij in bepaalde gevallen of stadia van onderhandeling buiten het zicht van andere belanghebbenden en media acteren, en in specifieke gevallen juist zeer zichtbaar opereren. Over het algemeen maken de hedge-fondsen hun wensen kenbaar in een brief of email, of tijdens een één-op-één gesprek met de bestuurders van de onderneming.

De intenties van de hedge-fondsen komen grotendeels overeen met de verzoeken in de casussen. Van alle genoemde intenties betreft 35% een aanpassing van de strategie van de onderneming. Meer specifiek vraagt 38% een verkoop of opsplitsing en 12% invloed bij een voorgenomen acquisitie. Vermeld dient te worden dat in het laatste geval bij twee waarnemingen de hedge-fondsen de onderneming steunen in hun voornemens. Veranderingen in de governance-structuur wordt in 8% van de gevallen gevraagd en 15% van de verzoeken betreffen een uitkering aan de aandeelhouders in de vorm van een dividend of aandeleninkoop.

De reacties van de bestuurders lopen minder sterk uiteen dan in de casussen. In 62% van de benaderingen reageert het management neutraal, terwijl zowel 19% een positieve reactie als 19% een negatieve reactie geeft. Over het algemeen worden de fondsen uitgenodigd voor een gesprek waarin de bestuurders hun strategische keuzes

²⁶ In één geval is aangegeven dat het land van herkomst van een fonds Verenigde Staten/Verenigd Koninkrijk is. Deze observatie is voor de helft in elk van de landen meegenomen.

toelichten en luisteren naar de argumenten van de hedge-fondsen. Eén respondent schrijft: “Wij spreken met hedgefondsen en specifiek met activistische aandeelhouders op precies dezelfde manier als andere aandeelhouders, zoals de traditionele *long-only funds*. Sterker nog, door het feit dat zij de ‘brightest guys in the room’ hebben is het bijzonder leerzaam voor het senior management om met deze jongens te spreken.” Overigens geeft een aantal respondenten aan regelmatig contact met de beleggers te onderhouden. Bij de negatieve reactie wordt normaliter vermeld dat niet op het verzoek wordt ingegaan. In één geval is de reactie specifiek: “[De benadering] was voor ons geen aanleiding de strategie aan te passen, aangezien wij van mening zijn beter dan anderen in staat te zijn te beoordelen op welke wijze waarde voor aandeelhouders gecreëerd moet worden.”

5 | SAMENVATTING EN CONCLUSIES

Dit rapport presenteert de resultaten van een inventariserend feitenonderzoek betreffende hedgefondsen en private equity, met specifieke aandacht voor de rol van dit type investeerders in Nederland.

Opzet

Het onderzoek is gebaseerd op een literatuurstudie, waarbij met name aandacht besteed wordt aan de recente wetenschappelijke literatuur over hedgefondsen en private equity en aan kengetallen afgeleid uit externe databronnen. Specifieke informatie met betrekking tot de activiteiten bij Nederlandse beursvennootschappen wordt geleverd door een beschrijving van een groot aantal casussen sinds 1985, waarin hedgefondsen als activistische aandeelhouder of private equity huizen als overnemende partij hebben opgetreden. Deze casussen hebben betrekking op Nederlandse beursondernemingen waarbij in de media melding is gemaakt van hedgefonds-activisme of een overname door een private equity-instelling. Tevens worden gegevens gepresenteerd uit de registers van de Autoriteit Financiële Markten, alsmede de resultaten van een enquête onder Nederlandse beursvennootschappen betreffende activisme van hedgefondsen.

Begrippen

Er zijn belangrijke verschillen tussen hedgefondsen en private equity. Deze verschillen liggen vooral in de activiteiten die deze twee groepen investeerders ontplooiën en niet zozeer in juridische definities of regelgevende aspecten. Private equity investeerders stellen risicodragend vermogen beschikbaar aan niet-beursgenoteerde vennootschappen. In bepaalde gevallen wordt private equity gebruikt om een bedrijfsonderdeel te verzelfstandigen of een bedrijf van de beurs te halen. Hedgefondsen zijn beleggingsfondsen, open voor een beperkte groep investeerders, die proberen in alle marktomstandigheden een goed rendement te halen. De beleggingsstrategieën die hiervoor ontwikkeld en gebruikt worden zijn zeer divers en maken onder meer gebruik van obligaties, aandelen, grondstoffen, valuta's en daarvan afgeleide producten, zoals opties, *futures* en *swaps*. Hedgefondsen die in aandelen beleggen van beursgenoteerde ondernemingen hebben niet als doel de onderneming over te nemen. Hoewel de verschillen tussen private equity en hedgefondsen duidelijk zijn, zijn er wel enkele trends waarneembaar die het onderscheid soms wat diffuus maken.

Kengetallen

De afgelopen twee decennia is de hedgefonds sector sterk gegroeid. Eind 2006 is wereldwijd naar schatting \$ 2000 miljard belegd via hedgefondsen. Dit is 10 tot 20% van het vermogen dat via reguliere beleggingsfondsen wordt belegd. Momenteel zijn naar schatting ruim 10.000 hedgefondsen actief. Hiervan treedt naar schatting 2 tot 5 % op als activistische aandeelhouder. Deze laatste fondsen beleggen in beursgenoteerde ondernemingen en proberen het beleid en/of de beurskoers te beïnvloeden. De meerderheid van de hedgefondsen is formeel niet in Europa gevestigd en een zeer klein aantal is gevestigd in Nederland.

Ook de private equity sector is wereldwijd sterk in omvang toegenomen. In Nederland werd in 1985 € 111,4 miljoen via private equity geïnvesteerd en in 2006 is dit gestegen tot bijna € 2,4 miljard. Niettemin bedraagt dit slechts zo'n 0,5% van het Nederlandse bruto binnenlands product. Aanvankelijk bestaat de Nederlandse markt voornamelijk uit groei- en expansiefinancieringen. In aantallen komen investeringen in bedrijven in de expansiefase in elk jaar sinds 1985 het meest voor. Deze bedrijven hebben geld nodig om verder te groeien. De golf aan *buyout*financieringen zoals die zich in de jaren tachtig in Amerika voordeed is grotendeels aan Nederland voorbij gegaan.

Vanaf 1996 worden *buyout*financieringen in Nederland belangrijker. Met name vanaf 2001 groeit de *buyout* markt snel, met name gedreven door een beperkt aantal grote transacties. In 2006 wordt € 1,85 miljard in *buyouts* geïnvesteerd wat 77,2 % van de totale private equity investeringen uitmaakt. Het merendeel van de *buyout* transacties in Nederland betreffen *buyouts* van kleine en middelgrote niet-beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-private*) vaak in samenwerking met het zittende management via een zogeheten management *buyout*. Het van de beurs halen van bedrijven (*public-to-private* transacties) door professionele private equity spelers komt in de periode januari 1985 tot en met juni 2007 slechts 13 keer voor. Mega *buyouts* zoals Vendex KBB en VNU komen in Nederland niet vaak voor. Dit segment wordt vrijwel uitsluitend bediend door Angelsaksische private equity investeerders, soms in samenwerking met een Nederlandse private equity speler.

Rol en effecten van hedgefondsen en private equity

Hedgefondsen en private equity vormen een belangrijke toevoeging aan een traditionele beleggingsportefeuille van aandelen en obligaties. Hierdoor wordt het mogelijk hogere verwachte rendementen te realiseren zonder toename van het risico. Om deze reden beleggen veel Nederlandse institutionele beleggers (met name pensioenfondsen) een (beperkt) deel van hun vermogen in hedgefondsen. Daarnaast vervullen hedgefondsen en private equity een nuttige rol bij het vergroten van de efficiëntie en de liquiditeit van financiële markten en zorgen ze voor innovatie op deze markten.

Hiertegenover staan zorgen over de mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit, vooral door de blootstelling van kredietverleners aan hedgefondsen en private equity, mede samenhangend met de beperkte mate van publieke transparantie van deze entiteiten. Vooralsnog geeft de wetenschappelijke literatuur geen eenduidig antwoord op de vraag in hoeverre hedgefondsen en private equity partijen de stabiliteit van financiële markten in positieve of negatieve zin beïnvloeden.

Volgens wetenschappelijke studies zijn de gevolgen voor doelwitondernemingen van activisme door hedgefondsen dat de kans op benoeming van een nieuwe voorzitter van de Raad van Bestuur toeneemt, de onderneming meer dividend uitkeert, en de boekhoudkundige rendementen licht verbeteren. Opgemerkt dient te worden dat slechts een klein aantal studies deze effecten heeft bestudeerd en dat de nadruk op publieke activiteiten ligt. De gevolgen voor de aandeelhouders van de doelwitondernemingen zijn op korte termijn positief.

Wat betreft de gevolgen van private equity kan met enige voorzichtigheid geconcludeerd worden dat de financiële prestaties na een *buyout* verbeteren. Er is enig bewijs dat private equity investeerders een positieve rol spelen bij het verbeteren van de winstgevendheid. Volgens wetenschappelijk onderzoek zijn de hernieuwde strategische focus van de onderneming en een beter gemotiveerd management belangrijke redenen voor de verbeterde prestaties.

De meeste wetenschappelijke studies laten zien dat de werkgelegenheid na een *buyout* niet vermindert. De macro-economische effecten van private equity op de werkgelegenheid zijn echter moeilijk vast te stellen. De productiviteit en innovatiekracht van de onderneming verbeteren na een *buyout*. Betrokkenheid van private equity investeerders speelt hierbij mogelijk een positieve rol. Eén studie vindt dat de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling worden na de *buyout* worden verminderd. Echter de meeste *buyout* ondernemingen zijn niet actief in onderzoeksintensieve sectoren zodat de invloed van *buyouts* op de totale uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling in de economie waarschijnlijk beperkt is. Door te financieren met te risicovolle leningen of met teveel vreemd vermogen kan de kans op faillissement worden vergroot.

Activiteiten van private equity investeerders in Nederland

In de onderzochte periode januari 1985 tot juli 2007 zijn in Nederland 13 beursgenoteerde bedrijven in z'n geheel door private equity investeerders overgenomen. In 38% van de gevallen komt het voorstel om het bedrijf van de beurs te halen van het management. Redenen om van de beurs te gaan zijn de hoge kosten verbonden aan een beursnotering, onbenutte groeimogelijkheden vanwege een ondergewaardeerde koers en beperkte mogelijkheden om via de beurs nieuw kapitaal aan te trekken. In 62% van de gevallen vindt de beursexit plaats op initiatief van de private equity investeerder. Veelal worden de plannen tot overname gesteund door het zittende management. Slechts in één geval heeft het bod niet de steun van het management. In de media valt weinig terug te vinden omtrent kritiek van ondernemingsraden en vakbonden. De Vereniging van Effectenbezitters uit regelmatig kritiek op de hoogte van het bod en de manier waarop minderheidsaandeelhouders worden uitgekocht. Er zijn vijf bedrijven (38%) waarbij onderdelen worden afgestoten na de beursexit. In één geval worden ontslagen aangekondigd.

In de onderzochte periode zijn daarnaast tien gevallen waarbij Nederlandse beursondernemingen bedrijfsonderdelen verkopen aan private equity investeerders. Acht van de tien verkopen vindt plaats op voorstel van het management. Er is meestal sprake van meerdere bidders. In de media valt verscheidene keren kritiek te vinden van vakbonden en ondernemingsraden. Ze maken bezwaar tegen mogelijk banenverlies en veranderingen in de werkomgeving. In drie gevallen (30%) zijn er aangekondigde ontslagen. In twee gevallen worden onderdelen van de divisie weer doorverkocht door de private equity investeerder.

Activiteiten van hedgefondsen in Nederland

In Nederland zijn in de periode vanaf 1985 tot 1 juli 2007 14 casussen gevonden waarin Nederlandse beursondernemingen publiekelijk actief worden benaderd door hedgefondsen. Alle gevallen hebben zich vanaf 2004 voorgedaan. De betrokken fondsen nemen een relatief klein aandelenbelang in de onderneming en werken vaak samen met andere hedgefondsen of andere aandeelhouders. De verzoeken van de hedgefondsen zijn divers. In 36% van de gevallen wordt verzocht om opsplitsing of verkoop. Andere verzoeken betreffen o.a. aanpassing van de governance structuur (14%) of invloed bij een aanstaande acquisitie (14%). In 21% van de gevallen vragen de fondsen niet op een bod tot overname in te gaan. Bij één casus wordt verzocht om een dividenduitkering. Ook de reactie van de vennootschap verschilt sterk, van coöperatief tot uitgesproken negatief. Als vakbonden of ondernemingsraden reageren op de activiteiten is dit, behoudens een enkele uitzondering, negatief. In 8 van de 14 casussen is uiteindelijk het verzoek van het hedgefonds geheel of gedeeltelijk ingewilligd, in vier gevallen afgewezen, en in twee gevallen is de uitkomst nog onbekend.

Naast publieke activiteiten zoeken hedgefondsen ook contact met vennootschappen zonder dat dit via persberichten en de media bekend wordt. Door middel van een enquête onder Nederlandse beursondernemingen is deze private benadering beschreven. In totaal hebben 46 ondernemingen een reactie gegeven. In 57% van de reacties is aangegeven dat de bestuurders geen weet hebben of een hedgefonds aandeelhouder is of de laatste drie jaren is geweest. De overige 20 ondernemingen (43%) hebben één of meer hedgefondsen als aandeelhouder (gehad); in totaal zijn 64 belangen vermeld. In het algemeen zijn de fondsen volgens de respondenten gevestigd in de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk en informeren de hedgefondsen de onderneming over hun aandelenbelang. Van de 64 belangen is in 26 gevallen (41%) sprake geweest van actieve benadering door het hedgefonds, welke in twee gevallen publiek is gemaakt. De verzoeken van de hedgefondsen hebben betrekking op uitkering aan aandeelhouders (15%), verkoop of opsplitsing (38%), invloed bij een voorgenomen overname (12%), aanpassing van de governance-structuur (8%) of een algemene strategiewijziging (35%). De ondernemingsleiding reageert meestal neutraal (62%) en in aantal gevallen uitgesproken positief (19%) of negatief (19%).

Beperkingen van het onderzoek

De bevindingen gepresenteerd in dit rapport zijn gebaseerd op gepubliceerde wetenschappelijke rapporten en artikelen, en gegevens afkomstig uit externe, grotendeels publiek beschikbare, bronnen. Dit levert noodzakelijkerwijs een aantal beperkingen op, die in dit rapport op de relevante plaatsen worden genoemd en besproken; voor de volledigheid geven we hier een kort overzicht.

Aangezien hedgefondsen vrijwillig rapporteren (of niet rapporteren) aan een of meerdere databases is een volledig beeld van de sector niet beschikbaar. Er is weinig te zeggen over fondsen die aan geen enkele database rapporteren (en dus in geen enkel wetenschappelijk onderzoek voorkomen).

Het wetenschappelijk onderzoek naar private equity richt zich grotendeels op de Verenigde Staten en/of de jaren tachtig van de vorige eeuw en hoeft daarmee niet geheel representatief te zijn voor de huidige Nederlandse situatie.

De analyse van de activiteiten van hedgefondsen in Nederland op basis van meldingen bij de AFM betreffen alleen belangen groter dan de laagste meldingsdrempel van 5%. De enquête onder Nederlandse beursondernemingen kent een respons van 35%. Het is voor ons niet na te gaan in hoeverre de deelnemende ondernemingen representatief zijn voor de gehele populatie.

De beschrijvingen van de casussen zijn gebaseerd op berichten zoals die in de media (met name Het Financieel Dagblad) zijn verschenen en op informatie op de websites van betrokken partijen. De private equity cases hebben alleen betrekking op *public-to-private* transacties omdat de recente media-aandacht naar deze transacties uitgaat. Deze *public-to-private* transacties zijn mogelijk niet geheel representatief voor de *buyouts* van kleine tot middelgrote niet-beursgenoteerde ondernemingen (*private-to-privates*) die in Nederland de meerderheid van het aantal *buyout*financieringen uitmaken. Het is tevens belangrijk op te merken dat we ons hierbij alleen baseren op krantenartikelen en de betrokken partijen niet zelf om reacties hebben gevraagd.

Conclusie

In dit feitenonderzoek naar private equity en hedgefondsen is een beschrijving gegeven van de kenmerken van deze financiële partijen en zijn statistieken gepresenteerd waaruit het belang van deze partijen in de mondiale en Nederlandse economie blijkt. Aan de hand van een literatuurstudie is een breed scala aan effecten geschetst van private equity en hedgefondsen. Ten slotte is een beschrijving gegeven van de gevolgen van private equity en hedgefondsen voor Nederlandse beursondernemingen vanaf 1985. Uit de literatuurstudie en empirische analyse voor Nederland blijkt dat de private equity en hedgefonds sectoren in termen van strategie en effecten een hoge mate van heterogeniteit vertonen.

LITERATUUR

- AFM (2005), *Hedge Funds: An Exploratory Study of Conduct-Related Issues*, Autoriteit Financiële Markten, Amsterdam.
- Agarwal, V. and N.Y. Naik (2005), Hedge Funds, *Foundations and Trends in Finance*, 1, 103-169.
- Allen, F. en D. Gale (1999), Diversity of Opinion and Financing of New Technologies, *Journal of Financial Intermediation*, 8, 68-89.
- Amess, K. (2002), Management *Buyouts* and Firm-Level Productivity: Evidence from a Panel of UK Manufacturing Firms, *Scottish Journal of Political Economy*, 49, 304-317.
- Amess, K. (2003), The Effects of Management *Buyouts* and on Firm-Level Technical Efficiency: Evidence from a Panel of UK Machinery and Equipment Manufacturers, *Journal of Industrial Economics*, 51, 35-44.
- Amess, K., S. Brown en S. Thompson (2007), Management *Buyouts*, Supervision and Employee Discretion, *Scottish Journal of Political Economy*, binnenkort verschijnend.
- Amess, K. en M. Wright, (2007), The Wage and Employment Effects of Leveraged *Buyouts* in the UK, *International Journal of the Economics and Business*, binnenkort verschijnend.
- Amihud, Y. (1989), *Leveraged Management Buyouts*, Dow-Jones Irwin, New York.
- Amin, G.S. en H.M. Kat (2002), Stocks, Bonds and Hedge Funds: Not a Free Lunch!, Cass Business School, <http://ssrn.com/abstract=310224>.
- Amin, G.S. en H.M. Kat (2003), Hedge Fund Performance 1990-2000: Do The Money Machines Really Add Value?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 251-274.
- Andrade, G. en S. Kaplan (1998), How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed, *Journal of Finance*, 53, 1443-1493.
- Apax (2006), *Unlocking Global Value: Future Trends in Private Equity Investment Worldwide*, rapport.
- Aragon, G.O. (2007), Share Restrictions and Asset Pricing: Evidence from the Hedge Fund Industry, *Journal of Financial Economics*, 83, 33-58.
- Asset Alternatives (2001), *Strategies for Successful Buyout Investing*, rapport.
- Asquith, P. en T. Wizman (1990), Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged *Buyouts*, *Journal of Financial Economics*, 27, 195-213.
- Audretsch, D.B. (2002), The Dynamic Role of Small Firms: Evidence from the US, *Small Business Economics*, 18, 13-40.
- Axelson, U., T. Jenkinson, P. Strömberg en M.S. Weisbach (2007), The Financing of Large *Buyouts*: An Empirical Analysis, manuscript, Swedish Institute for Financial Research.
- Bank DeGroef, (2007), *Private Equity: Het is Niet al Goud Wat Blinkt*, rapport.
- Bargeron, L., F.P. Schlingemann, R. Stulz en C.J. Zutter, (2007), Why Do Private Acquirers Pay so Little Compared to Public Acquirers?, manuscript, University of Pittsburgh.
- Barth, J.R., T. Li, T. Phumiwasana en G. Yago (2006), *Hedge Funds: Risk and Returns in Global Capital Markets*, rapport, Milken Institute.
- Becht, M., J.R. Franks, C. Mayer en S. Rossi (2006), Returns to Shareholder Activism Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund, ECGI - Finance Working Paper No. 138/2006, <http://ssrn.com/abstract=934712>.
- Bernanke, B.S. (2006), Hedge Funds and Systemic Risk, Speech at the Federal Reserve of Atlanta's 2006 Financial Markets Conference, May 16, 2006.
- Bernanke, B.S. (2007), Financial Regulation and the Invisible Hand, Speech at the New York University Law School, New York, April 11, 2007.
- Beuselinck, C., M. Deloof en S. Manigart (2007), Private Equity Involvement in Earnings Quality, manuscript, Tilburg University.
- Bolton, P. en E-L. Von Thadden (1998), Blocks, Liquidity, and Corporate Control, *Journal of Finance*, 53, 1-25.
- Bondarenko, O. (2004), Market Price of Variance Risk and Performance of Hedge Funds, AFA 2006 Boston Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=542182>.

- Boot, A.W.A., R. Gopalan en A.V. Thakor (2006), The Entrepreneur's Choice Between Public and Private Ownership, *Journal of Finance*, 61, 803-836.
- Boot, A.W.A. (2007), Activistische aandeelhouders een zegen?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81(6), 236-238.
- Boyson, N.M. en R.M. Mooradian (2007), Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994-2005, Northeastern University, <http://ssrn.com/abstract=992739>.
- Brancato, C. (1989), *Leveraged Buyouts and the Pot of Gold: 1989 Update*, rapport voor de Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce, U.S. House of Representatives.
- Bratton, W.W. (2006), Hedge Funds and Governance Targets, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 928689, <http://ssrn.com/abstract=928689>
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy en R. Thomas (2006), Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, European Corporate Governance Institute, <http://ssrn.com/abstract=948907>.
- Bruining, H., P. Boselie, M. Wright en N. Bacon (2005), The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: *Buyouts* in the UK and the Netherlands, *International Journal of Human Resource Management*, 16, 345-365.
- Bruining, H. en M. Wright (2002), Entrepreneurial Orientation in Management *Buyouts* and the Contribution of Venture Capital, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 147-168.
- Bull, I. (1989), Financial Performance of Leveraged *Buyouts*: An Empirical Analysis, *Journal of Business Venturing*, 4, 263-279.
- Cao, J. en J. Lerner, (2006), The Performance of Reverse Leveraged *Buyouts*, manuscript, Boston College en Harvard University, <http://ssrn.com/abstract=937801>.
- Carleton, Willard T., James M. Nelson, en Michael S. Weisbach (1998), The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAACREF, *Journal of Finance*, 53, 1335-1362.
- Chan, N., M. Getmansky, S. M. Haas, en A.W. Lo (2005), Systemic Risk and Hedge Funds, MIT Sloan School of Management, <http://ssrn.com/abstract=671443>.
- Chan, N., M. Getmansky, S. M. Haas, en A.W. Lo (2006), Do Hedge Funds Increase Systemic Risk? *Economic Review*, 91 (4), 49-80, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Chevalier, J.A. (1995), Do LBO Supermarkets Charge More? An Empirical Analysis of the Effects of LBOs on Supermarket Pricing, *Journal of Finance*, 50, 1095-1112.
- Chou, Gombola en Liu (2006), Earnings Management and Stock Performance of Reverse Leveraged *Buyouts*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, 407-428.
- Citron, D., M. Wright, R. Ball en F. Rippington (2003), Secured Creditor Recovery Rates from Management *Buyouts* in Distress, *European Financial Management*, 9, 141-162.
- Clifford, C. (2007), Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists, Arizona State University, <http://ssrn.com/abstract=971018>.
- Cochrane, J.H. (2005), The Risk and Return of Venture Capital, *Journal of Financial Economics*, 75, 3-52.
- Cotter en Peck, (2001), The Structure of Debt and Active Equity Investors: The Case of the *Buyout* Specialist, *Journal of Financial Economics*, 59, 101-147.
- Cressy, R., F. Munari en A. Malipiero (2007), Playing to their Strengths? Evidence that Specialization in the Private Equity Industry Confers Competitive Advantage, *Journal of Corporate Finance*, 13, 647-669.
- Cumming, D., D.S. Siegel en M. Wright (2007), Private Equity, Leveraged *Buyouts* and Governance, *Journal of Corporate Finance*, 13, 439-460.
- Dai, N. (2007), Does Investor Identity Matter? An Empirical Examination of Investments by Venture Capital Funds and Hedge Funds in PIPEs, *Journal of Corporate Finance*, 13, 538-563.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo en E.M. Rice (1984), Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth, *Journal of Law and Economics*, 27, 367-401.
- DeGeorge, F. en R.J. Zeckhauser (1993), The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 48, 1323-1348.
- Desbrières, P. en A. Schatt (2002), The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, 695-729.

- Diller, C. en C. Kaserer (2007), What Drives Private Equity Returns?, manuscript, Center for Entrepreneurial and Financial Studies.
- Easterwood, J., R. Singer en D. Lang (1994), Controlling the Conflicts of Interests in Management Buyouts, *Review of Economics and Statistics*, 76, 512-522.
- ECB (2005), Large EU Banks's Exposures to Hedge Funds, European Central Bank.
- Elbertse, E.A.M. (1990), Financiering met Venture Capital, in: *Financiële Instrumenten*, P.J.W. Duffhues, J.G. Groeneveld en J. van der Hilst (redactie), Kluwer Bedrijfswetenschappen, 45-64.
- Elitzur, R., P. Halpern, R. Kieschnick en W. Rotenberg (1998), Managerial Incentives and the Structure of Management Buyouts, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 36, 347-367.
- Ernst & Young (2006), *How Do European Private Equity Investors Create Value?*, rapport.
- EVCA (2002), *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, rapport.
- EVCA, (2003), *EVCA Yearbook 2003: Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity*, rapport.
- Farschtschian, P. (2006), Hedge Funds and Private Equity: Differences, Similarities and Convergence, University of St. Gallen.
- Fidrmuc, J., P. Roosenboom en D. Van Dijk (2007), Private-equity Fondsen en Publiek-naar-Privaat Transacties, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81, 323-334.
- Frankfurter, G.M. en E. Gunay (1992), Management Buyouts: The Sources and Sharing of Wealth Between Insiders and Outside Shareholders, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 32, 82-95.
- FSA (2006), *Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement*, rapport.
- Fung, W. en Hsieh, D.A. (2004), Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach, *Financial Analysts Journal*, 60, 65-80.
- Fung, W. en Hsieh, D.A. (2006), Hedge Funds: An Industry in its Adolescence, *Economic Review*, 91 (4), 1-34, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Garbaravicius, T. en F. Dierick (2005), Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability, ECB Occasional Paper Series.
- Germansky, M., A.L. Lo en I. Makarov (2004), An Econometric Model of Serial Correlation and Illiquidity in Hedge Fund Returns, *Journal of Financial Economics*, 74, 529-609.
- Gilson, S. C. (2000), Analysts and Information Gaps: Lessons From the UAL Buyout, *Financial Analysts Journal*, 56, 82-110.
- Giot, P. en A. Schwienbacher (2007), IPOs, Trade Sales and Liquidations: Modelling Venture Capital Exits using Survival Analysis, *Journal of Banking & Finance* 31, 679-702.
- Giudici, G. en P. Roosenboom (2004), Venture Capital and New Stock Markets in Europe, in: *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, G. Giudici en P. Roosenboom (redactie), Elsevier, 1-24.
- Goh, J., M. Gombola, F.Y. Liu en D. Chou (2007), Going-Private Restructuring and Earnings Expectations: A Test of the Release of Favorable Information for Target Firms and Industry Rivals, *Journal of Banking & Finance*, binnenkort verschijnend.
- Gompers, P. en J. Lerner (2000), Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations, *Journal of Financial Economics* 55, 281-325.
- Gompers, P. en J. Lerner (2001), *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*, Harvard Business School Press.
- Guo, S., E.S. Hotchkiss en W. Song (2007), Do Buyouts (Still) Create Value?, manuscript, Boston College.
- Hagelin, N. en B. Pramborg (2003), Evaluating Gains from Diversifying into Hedge Funds Using Dynamic Investment Strategies, EFMA 2003 Helsinki Meetings, <http://ssrn.com/abstract=407702>.
- Hall, B.H., E. Berndt en R.C. Levin (1990), The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and Development, *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics 1990*, 85-124.
- Halpern, P., R. Kieschnick en W. Rotenberg (1999), On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions, *Review of Financial Studies*, 12, 281-309.
- Harlow, W.V. en J.S. Howe (1993), Leveraged Buyouts and Insider Nontrading, *Financial Management*, 22, 109-118.
- Harris, R., D. Siegel en M. Wright (2005), Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom, *Review of Economics and Statistics*, 87, 148-153.
- Heel, J. en C. Kehoe (2005), Why Some Private Equity Firms Do Better Than Others, *McKinsey Quarterly*, nummer 1, 24-26.

- Hellmann, T. en M. Puri, (2000) The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital, *Review of Financial Studies*, 13, 959-984.
- Hilgers, G., A. de Jong en A. Verboven (2001), Beursnotering: Een lust of een last, *Economische en Statistische Berichten*, 12 oktober, 788-790.
- Hite, G.L. en M.R. Vetsuypens (1988), Management *Buyouts* of Divisions and Shareholder Wealth, *Journal of Finance*, 44, 953-970.
- Hogan, K.M., G.T. Olson en R.J. Kish (2001), A Comparison of Reverse Leveraged *Buyouts* and Original Initial Public Offerings: Factors Impacting their Issuance in the IPO Market, *The Financial Review*, 38, 1-18.
- Holthausen, R.W. en D.F. Larcker (1996), The Financial Performance of Reverse Leveraged *Buyouts*, *Journal of Financial Economics*, 42, 293-332.
- Hu, H.T.C. en B. Black (2007), Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and hidden (Morphable) Ownership, *Journal of Corporate Finance*, 13, 343-367.
- Ibbotson, R. G. en P. Chen (2006), The A,B,Cs of Hedge Funds: Alphas, Betas, and Costs, Yale ICF Working Paper No. 06-10, <http://ssrn.com/abstract=733264>
- ICI (2006), *Investment Company Fact Book*, 46th edition, Investment Company Institute.
- Jagannathan, R., A. Malakhov en D. Novikov (2006), Do Hot Hands Persist Among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation, NBER working paper 12015, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Jelic, R., B. Saadouni en M. Wright (2005), Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital, *Journal of Business Finance and Accounting* 32, 643-682.
- Jensen, M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jin, L. en F. Wang, (2002), Leveraged *Buyouts*: Inception, Evolution, and Future Trends, *Perspectives* 3, http://www.oycf.org/perspectives/18_093002/contents.htm
- Jones, C.M. en M. Rhodes-Kropf (2004), The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity, manuscript, Columbia University.
- Kambhu, J., T. Schuermann, en K.J. Stiroh (2007), Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk, Federal Reserch Bank of New York, <http://ssrn.com/abstract=995907>
- Kaplan, S.N (1988), Management *Buyouts*: Evidence on Taxes as a Source of Value, *Journal of Finance*, 44, 611-632.
- Kaplan, S.N. (1989), The Effects of Management *Buyouts* on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.
- Kaplan, S.N. (1991), The Staying Power of Leveraged *Buyouts*, *Journal of Financial Economics*, 29, 287-313.
- Kaplan, S.N. (1994), Campeau's Acquisition of Federated: Post-bankruptcy Results, *Journal of Financial Economics*, 35, 123-136.
- Kaplan, S.N. en A. Schoar (2005), Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, *Journal of Finance*, 60, 1791-1823.
- Kaplan, S.N. en J.C. Stein (1993), The Evolution of *Buyout* Pricing and Financial Structure in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics*, 108, 313-357.
- Katz, S.P. (2006), Earnings Management and Conservatism in the Transition between Private and Public Ownership: The Role of Private Equity Sponsors, manuscript, Columbia University.
- Kester, W.C. en T.A. Luehrman (1995), Rehabilitating the Leveraged *Buyout*: A Look at Clayton, Dubilier and Rice, *Harvard Business Review*, 73, 119-130.
- Kieschnick, R. (1998), Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions Revisited, *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 187-202.
- Khandani, A.E en Lo, A.W. (2007), What Happened to the Quants in August 2007?, MIT working paper, <http://ssrn.com/abstract=1015987>
- Klein, A. en E. Zur (2006), Hedge Fund Activism, European Corporate Governance Institute, <http://ssrn.com/abstract=913362>
- Kortum, S. en J. Lerner (2000), Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, *Rand Journal of Economics*, 31, 674-692.

- Kosowski, R., N.Y. Naik, en M. Teo (2007), Do Hedge Funds Deliver Alpha? A Bayesian and Bootstrap Analysis, *Journal of Financial Economics*, 84, 229–264.
- Lee, S. (1992), Management Buyout Proposals and Inside Information, *Journal of Finance*, 47, 1061-1080.
- Lee, C.I., S. Rosenstein, N. Rangan en W.N. Davidson (1992), Board Composition and Shareholder Wealth: The Case of Management Buyouts, *Financial Management*, 21, 58-72.
- Lehn, K. en A. Poulsen (1989), Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, *Journal of Finance*, 44, 771-787.
- Lhabitant, F.S. (2002), *Hedge Funds: Myths and Limits*, John Wiley and Sons.
- Lhabitant, F.S. (2004), *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley and Sons.
- Lichtenberg, F.R. en D.S. Siegel (1990), The Effect of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior, *Journal of Financial Economics*, 27, 165-194.
- Ljungqvist, A. en M. Richardson, (2003), The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity, manuscript, NYU Stern School of Business.
- Lo, A.W. (2007), Where Do Alphas Come From? A New Measure of the Value of Active Investment Management, MIT working paper, <http://ssrn.com/abstract=985127>.
- Long, W.F. en D.J. Ravenscraft (1993), LBOs, Debt and R&D Intensity, *Strategic Management Journal*, 14, 119-135.
- Lowenstein, L. (1985), Management Buyouts, *Columbia Law Review*, 85, 730-784.
- Magowan, P.A. (1989), The Case for LBOs: The Safeway Experience, *California Management Review* 32, 9-18.
- Malkiel, B.G. (2003), *A Random Walk Down Wall Street: The Time-tested Strategy for Successful Investing*, 7e editie, Norton and Company.
- Malkiel, B.G. and A. Saha (2004), Hedge Funds: Risk and Return, *Financial Analysts Journal*, 61(6), 80-88.
- Mankins, M. (2007), Borrowing from the Private Equity Playbook in: *The HBR List: Breakthrough Ideas for 2007*, Harvard Business Review.
- Marais, L., K. Schipper en A. Smith (1989), Wealth Effects of Going Private on Senior Securities, *Journal of Financial Economics* 23, 155-191.
- Maupin, R.J., C.H. Bidwell en A.K. Ortegren (1984), An Empirical Investigation of the Characteristics of Publicly-Quoted Corporations which Change to Closely-held Ownership through Management Buyouts, *Journal of Business Finance and Accounting*, 11, 435-450.
- Meerkatt, H. en J. Rose (2006), *What Public Companies Can Learn from Private Equity*, rapport, Boston Consulting Group.
- Mehran, H. en S. Peristiani (2006), Financial Visibility and the Decision to Go Private, manuscript, Federal Reserve Bank of New York.
- Merton, R.C. (1987), A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Mian, S. en J. Rosenfeld (1993), Takeover Activity and the Long-run Performance of Reverse Leveraged Buyouts, *Financial Management*, 22, 46-57.
- Muscerella, C.J. en M.R. Vetsuypens (1990), Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs, *Journal of Finance*, 45, 1389-1413.
- Nikoskelainen, E. en M. Wright (2007), The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Increase in Leveraged Buyouts, *Journal of Corporate Finance*, 13, 511-537.
- NVP (1991), *Venture Capital Gids: NVP-Jaarboek 1991*, DELWEL Uitgeverij, Den Haag.
- NVP (2004), *Studie naar de Economische en Sociale Effecten van Buyouts in Nederland: Inzicht in de Versnelde Ontwikkeling van Ondernemingen na een Private Equity Investering*, rapport.
- NVP (2005), *Waarom en Hoe Investeren in Private Equity: Informatie voor Beleggers*, rapport.
- NVP (2006), *Ondernemend Vermogen: De Nederlandse Private Equity-Markt in 2005*, rapport.
- OECD (2007), *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research on Private Equity Firms and Activist Hedge Funds*, rapport.
- Ofek, E. (1994), Efficiency Gains in Unsuccessful Management Buyouts, *Journal of Finance*, 49, 637-654.

- Opler, T. en S. Titman (1993), The Determinants of Leveraged *Buyout* Activity: Free Cash Flow versus Financial Distress Costs, *Journal of Finance* 48, 1985-1999.
- Patton, A.J. (2007), Are 'Market Neutral' Hedge Funds Really Market Neutral? Financial Markets Group, London School of Economics, Discussion Paper 522.
- Perry, S. en T. Williams (1994), Earnings Management Preceding Management *Buyout* Offers, *Journal of Accounting and Economics*, 18, 152-179.
- Phalippou, L. en O. Gottschlag (2006), The Performance of Private Equity Funds, manuscript, Groupe HEC.
- Posthuma, N. en P.J. van der Sluis (2003), A Reality Check on Hedge Fund Returns, Free University Amsterdam, <http://ssrn.com/abstract=438840>
- Renneboog, L., T. Simons en M. Wright (2007), Why Do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Alignment and Undervaluation, *Journal of Corporate Finance*, 13, 591-628.
- Romano, R. (2001), Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, *Yale Journal of Regulation*, 18, 174-251.
- Schmeits, A., (2007), Belangenconflicten in de Private Equity Markt, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81, 312-322.
- Seth, A. en J. Easterwoo (1993), Strategic Redirection in Large Management *Buyouts*: The Evidence from Post-*Buyout* Restructuring Activity, *Strategic Management Journal*, 14, 251-273.
- Singh, H., (1990), Management *Buyouts*: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering, *Strategic Management Journal*, 11, 111-129.
- Slovin, M.B., M.E. Suska en Y.M. Bendeck (1991), The Intra-Industry Effects of Going-Private Proposals, *Journal of Finance*, 46, 1537-1550.
- Smit, H.T.J. (2004), Waarde en Ontwikkeling van *Buyouts*, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 79, 32-41.
- Smit, H.T.J. en W. DeMaeseneire (2005), The Role of Investor Capabilities in Public-to-Private Transactions, manuscript, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Smit, T.H.J. en W. van den Berg (2007), De Private-equity Golf, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81, 303-311.
- Smith, M.P. (1990), Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management *Buyouts*, *Journal of Financial Economics*, 27, 143-164.
- Smith, M. P., (1996), Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, 51, 227-252.
- Stulz, R.M. (2007), Hedge Funds: Past, Present and Future, Ohio State University, <http://ssrn.com/abstract=939629>.
- Ter Horst, J.R. en M. Verbeek (2005), Hedgefondsen: Prestaties uit het verleden bieden verwachtingen voor de toekomst, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 2005 (4), 168 - 173.
- Ter Horst, J.R., en M. Verbeek (2007), Fund Liquidation, Self-Selection and Look-Ahead Bias in the Hedge Fund Industry, *Review of Finance*, te verschijnen.
- Torabzadeh, K.M. en W.J. Bertin (1987), Leveraged *Buyouts* and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Research*, 10, 313-319.
- Travlos, N.G. en M.M. Cornett (1993), Going Private *Buyouts* and Determinants of Shareholders' Returns *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 8, 1-25.
- UBS (2007), *Global Credit Navigator: Barbarians at the Gate Again*, rapport.
- Van de Gucht, L.M. en W.T. Moore (1998), Predicting the Duration and Reversal Probability of Leveraged *Buyouts*, *Journal of Empirical Finance*, 5, 299-315.
- Warga, A. en I. Welch (1993), Bondholder Losses in Leveraged *Buyouts*, *Review of Financial Studies*, 6, 959-982.
- Weir, C., D. Laing en M. Wright (2005), Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Threat from the Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors affecting Public to Private Transactions in the UK, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 909-944.
- 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, manuscript, University of Nottingham.
- Wiersema, M.F. en J.P. Liebeskind (1995), The Effects of Leveraged *Buyouts* on Corporate Growth and Diversification in Large Firms, *Strategic Management Journal*, 16, 447-460.

- Wright, M., L. Renneboog, T. Simons en L. Scholes (2006), Leveraged *Buyouts* in the UK and Europe: Retrospect and Prospect, *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, 38–55.
- Wright, M., S. Thompson, en K. Robbie (1992), Venture Capital and Management-led Leveraged *Buyouts*: A European Perspective *Journal of Business Venturing*, 7, 47–71.
- Wright, M., N. Wilson en K. Robbie (1996), The Longer Term Effects of Management-led *Buyouts*, *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance*, 5, 213–234.
- Wright, M., N. Wilson, K. Robbie en C. Ennew (1996), An Analysis of Management *Buyout* Failure, *Managerial and Decision Economics*, 17, 57-70.
- Wu, T.W. (1997), Management *Buyouts* and Earnings Management, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12, 373–389.
- Zahra, S.A. (1995), Corporate Entrepreneurship and Financial Performance: The Case of Management Leveraged *Buyouts*, *Journal of Business Venturing*, 10, 225–247.

APPENDICES

APPENDIX A. PRIVATE EQUITY CASUSSEN

I Overnames door private equity partijen met een beursexit

Casus 1. Cindu

Cindu stoot door de geringe schaalgrootte onderdelen af. Het restant wordt door drie grootaandeelhouders met een bod onder de marktprijs van de beurs gehaald.

De onderneming: Cindu

Cindu is oorspronkelijk actief als teerverwerkend bedrijf in Uithoorn. Cindu-Key & Kramer (CKK), zoals Cindu in de jaren tachtig heet, kan worden omschreven als een bouw-, pijpbekleding-, isolatie-, chemie- en transportconcern. In 1989 maakt grootaandeelhouder van den Nieuwenhuyzen, koper van Begemann, bekend dat hij geïnteresseerd is in CKK. CKK wil geen zaken doen, en zet een beschermingsconstructie op met preferente aandelen. In 1990 wordt Key & Kramer verkocht. In 1992 wordt de beschermingsconstructie ontmanteld, op aandringen van de Belgische grootaandeelhouder Wilford. In 1997 besluit Cindu de chemie-afdeling te verkopen. Ook de wegtanker maatschappij wordt verkocht. Redenen zijn de beperkte schaalgrootte.

Hedgefonds en/of private equity partijen

NPM: NPM Capital richt zich op Nederlandse ondernemingen met een bovengemiddelde groeiverwachting en een ondernemingswaarde van tussen de 20 en 500 miljoen euro.

Sofinim: een Belgische investeringsmaatschappij. Sinds 1994 maakt Sofinim deel uit van de Ackermans & van Haaren-groep. Sofinim stelt risicodragend kapitaal ter beschikking van een beperkt aantal middelgrote ondernemingen met een, aldus Sofinim, 'goed managementteam, een sterke concurrentiële positie en groeipotentieel'.

Acties en reacties

Cindu wil in 1999 haar 50% belang in Nevcin Polymers verkopen en de beursnotering beëindigen. Na de verkooptransactie meent Cindu namelijk geen kapitaalbehoefte meer te hebben. Drie grootaandeelhouders willen een bod uitbrengen op de 10% van de aandelen die vrij verhandelbaar is: NPM (40%), Sofinim (40%), en Krommeweg (10%). Krommeweg BV is eigendom van de Belgische grootaandeelhouder van Cindu, Wilford. Een aandeel doet dan euro 56,40. Het bod is euro 32,90, wat de intrinsieke waarde vertegenwoordigt. Het bestuur van Cindu laat weten dat de 56,40 geen juiste weerspiegeling van de waarde is.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: Directeur de Vries geeft aan dat de echte waarde van het aandeel niet te beoordelen is en hekelt dat Cindu geen biedingsbericht afgeeft vanwege het kleine belang. Volgens het FD zegt de Vries: "het is voor de belegger kiezen met het mes op de keel."

Uitkomst

De grootaandeelhouders krijgen 98% van de aandelen in handen en Cindu verdwijnt juni 1999 van de beurs.

Classificaties

Initiatief: bedrijf (anders)

Jaar: 1999
 Aantal biedende partijen: 1
 Aantal bieders winnende partij: 3
 Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: ja
 Management participeert: nee
 Hoeveelste bod geaccepteerd: 1
 (Geplande) afstotingen: nee
 (Geplande) ontslagen: nee

Casus 2. Ahrend

Na een vijandig bod van Buhrmann op Ahrend, doen investeerders een tegenbod. Dit tegenbod is hoger en wint.

De onderneming: Ahrend

Ahrend zorgt voor de totale projectinrichting van bedrijven, zorginstellingen en onderwijsinstellingen met kantoorinrichtingadvies en kantoormeubilair. In Nederland zijn belangrijke concurrenten Buhrmann en Samas. In 2000 maakt Buhrmann bekend dat het branchegenoten Ahrend en Samas over wil nemen. Voor een aandeel Ahrend biedt het iets meer dan 16 euro. Ahrend bereidt op dat moment een fusie voor met datzelfde Samas, en verzet zich tegen een overname door een beschermingswal met preferente aandelen op te zetten. Buhrmann wil namelijk direct na overname de meubeldivisie van de hand doen.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

HAL investments: Nederlandse investeringsmaatschappij met een ontstaan in de Rotterdamse rederij Holland-Amerika lijn. De aandelen zijn in bezit van HAL trust en zijn genoteerd aan de Amsterdamse beurs. Hal is onder andere eigenaar van brillenketen Pearle.

Egeria: Een onafhankelijke investeringsmaatschappij met als aandeelhouders o.a. de familie Brenninkmeijer. Egeria richt zich op meerderheidsbelangen in gezonde middelgrote ondernemingen in Nederland, dan wel in ondernemingen met een Nederlandse link. Egeria investeert veelal in bedrijven met een ondernemingswaarde tussen € 50 miljoen en € 200 miljoen met een sterke en stabiele kasstroom. Egeria zoekt naar eigen zeggenschap met een sterk management. Het heeft € 730 miljoen onder beheer.

Acties en reacties

Stonehaven, een samenwerking tussen Hal en Egeria, doet een tegenbod op Ahrend. Het heeft al 33% van de aandelen, en het biedt 19 euro per aandeel. Stonehaven benadrukt de zelfstandigheid en bedrijfscultuur van Ahrend te waarborgen.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden
 Ondernemingsraad: geen reactie gevonden
 VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

Als Stonehaven eind 2000 78% van de belangen heeft, eist het dat Ahrend van de geplande fusie afziet en de beschermingswal afbreekt. De fusie wordt afgeblazen, en Samas verkoopt de divisie kantoorbenodigdheden aan Buhrmann. Wat later verdwijnt Ahrend van de beurs; Stonehaven heeft bijna 97% van de aandelen in handen. In 2005 verkoopt het de kantoorartikelendivisie aan het Franse Lyreco. Het geeft aan de bestaande divisies te willen uitbreiden met overnames in het buitenland. In 2006 is hiertoe de eerste acquisitie gedaan.

Financiële kengetallen

	-4	-3	-2	-1	0 (2001)	1	2	3	4	5
Werknemers (duizenden)	1833	1975	2020	-	-	1756	1659	1693	1248	1368
Nettowinst	23.6	27.7	24.3	-	-	-7.7	14.4	1.8	91.9	6.3
Bedrijfsresultaat	35.5	41.6	39.6	-	-	-1	18.8	8.6	15.7	11.5
Balanstotaal	174.7	189.4	217.5	-	-	257	247.3	249.1	128.2	137.3
Omzet (mln)	372.9	419.0	446.3	-	-	472	375	362	364	225
Invest MVA	-	-	-	-	-	9.6	-	3.8	6.9	8.6
Invest IVA	-	-	-	-	-	0	-	-	3.6	-
Gebeurtenissen						Afstoten Mauser			Afstoten kantoor- divisie	Kleine acquisitie

(post-exit uit rapportage Ahrend, pre-exit uit Handboek Nederlandse ondernemingen, in miljoenen euro's)

Classificaties

Initiatief: private equity (vijandig)

Jaar: 2000

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 2

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: nee

Hoeveelste bod geaccepteerd: 1

(Geplande) afstotingen: ja

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 3. Helvoet

Vier grootaandeelhouders met een belang van 93% besluiten tot een bod op de overige aandelen en halen Helvoet van de beurs.

De onderneming: Helvoet

Helvoet, opgericht in 1939, is internationaal actief op het gebied van het klantspecifiek ontwikkelen en produceren van enkelvoudige en samengestelde kunststof- en rubbercomponenten. Het is gehuisvest in Hellevoetsluis. In 1987 wordt Helvoet overgenomen via een *investors buyout* van de Zwitserse Datwyler groep, dat sinds 1969 eigenaar was. In 1990 gaat het naar de parallelmarkt.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

ABN Amro Participaties: investeert in bedrijven in Nederland. Het concentreert zich op winstgevende, kasgeldgenererende ondernemingen met een waarde van tussen de 10 en 50 miljoen euro.

MeesPierson Investeringsmaatschappij: is een fonds dat sinds 2002 investeert in winstgevende ondernemingen met groeipotentie. Het fonds heeft in 2004 een vijftal participaties gerealiseerd en zegt voortdurend op zoek te zijn naar interessante en lucratieve participatiemogelijkheden in de Benelux en Duitsland.

NIB Capital private equity: NIB Capital Private Equity is een van de grootste private equity investeerders ter wereld met meer dan EUR 14,5 miljard vermogen in beheer. Circa 80% van deze fondsen wordt door NIB Capital Private Equity geïnvesteerd in private equity fondsen (hetzij direct hetzij middels 'secondary' transacties). Daarenboven wordt door NIB Capital Private Equity rechtstreeks in ondernemingen geïnvesteerd. NIB Capital Private Equity heeft als aandeelhouders ABP en PGGM.

NPM Capital: NPM Capital richt zich op Nederlandse ondernemingen met een bovengemiddelde groeiverwachting en een ondernemingswaarde van tussen de 20 en 500 miljoen euro.

Acties en reacties

Vier grootaandeelhouders van Helvoet, namelijk ABN Amro Participaties, MeesPierson investeringsmaatschappij, NIB Capital private equity en NPM capital, maken in maart 2002 bekend een bod te doen op alle aandelen. Ze bezitten gezamenlijk dan al 93%. Ze bieden een premie van 49%. Het bestuur is voorstander.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: Tijdens de bieding wordt aangegeven met de OR te overleggen. Er komen geen details naar buiten.

VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

April 2002 verdwijnt Helvoet van de beurs. Het management participeert in de nieuwe onderneming. Als begin 2005 Helvoet het bedrijfsonderdeel High Tech Plastic van Philips overneemt, verandert het de naam in Helvoet Rubber & Plastic Technologies. De holding verhuist van Hellevoetsluis naar Bodegraven.

Financiële kengetallen

	-4	-3	-2	-1	0 (2002)	1	2	3	4
Werknemers (duizenden)	268	289	306	-	-	373	389	1000	1029
Nettowinst	1000	1300	1700	-	-	1182	1631	2081	2026
Bedrijfsresultaat	1800	2100	2700	-	-	2351	3190	4746	3516
Balanstotaal	21800	22900	24500	-	-	28629	27746	56900	57329
Omzet	29400	30000	33800	-	-	35981	38893	75551	78607
Invest MVA	-	-	-	-	-	2681	1118	16415	4772
Invest IVA	-	-	-	-	-	0	0	1119	0
Uitgaven R&D	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Gebeurtenissen								Acquisitie Philips High Tech Plastics	

(post-exit uit rapportage Helvoet, pre-exit uit Handboek Nederlandse ondernemingen, in duizenden euro's)

Classificaties

Initiatief: private equity (vriendelijk)

Jaar: 2002

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 4

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: ja

Management participeert: ja

Hoeveelste bod geaccepteerd: 1

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 4. AXA Stenman

Friesland Bank Investments en enkele grootaandeelhouders willen AXA van de beurs halen. Het bod wordt gestand gedaan vier jaar nadat AXA Stenman een beursnotering heeft gekregen..

De onderneming: Axa Stenman

AXA Stenman Industries N.V. wordt in 1902 opgericht en ontwikkelt, produceert en verkoopt hang- en sluitwerk

voor de woning- en utiliteitsbouw en fietssloten en fietsverlichting voor de fietsenmarkt. Het is gevestigd in Veenendaal. Het bedrijf gaat in 1998 naar de beurs, en acquireert in 2000 het Deense Basta.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Friesland Bank Investments: Friesland Bank Investments is ontstaan vanuit Friesland Bank en is daar nog steeds mee verbonden. Het is meer dan 25 jaar actief en beheert € 150 miljoen geïnvesteerd in veertig ondernemingen in verschillende bedrijfstakken. Voor het bod op AXA richt het de vennootschap Havana op, waarin ook Bracamonte, De Kolk Beheer, Driessen beleggingen, Otterbrabant beheer en Todlin participeren.

Acties en reacties

December 2002 maakt het bestuur van AXA bekend dat ze onderhandelingen voert met Friesland Bank Investments en vijf grootaandeelhouders over een openbaar bod op de gewone aandelen. Uitgangspunt is een bod van 15 euro. Het aandeel staat dan op 10,20. Directeur Oosterhoorn is voorstander: "door het slechte klimaat staat de beurskoers onder druk en de liquiditeit is gering voor small caps." Deense aandeelhouder LP Invest biedt haar 22.7% belang aan, voor een prijs van 13,25. De koers is dan al ongeveer 14 euro. AXA wordt al uit de doorlopende notering gehaald, en wordt alleen nog in de tweedaagse veiling verhandeld. Het bod wordt inderdaad 15 euro.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: wordt gevraagd in overleg te treden in februari 2003. Geen openlijke aversie tegen het bod.

VEB: geeft op de website aan het bod 'karig' te vinden

Uitkomst

Na de eerste biedingronde meldt 95.8% zich aan. Dit belang verhoogt later tot 98.9%. Axa verdwijnt van de beurs. Juli 2007 wordt bekend dat investeringsmaatschappij Bencis Axa overneemt. De verkoop is inmiddels afgerond.

Financiële kengetallen

	-4	-3	-2	-1	0 (2003)	1	2	3
Werknemers (duizenden)	317	484	629	-	537	505	448	448
Nettowinst	5000	6900	3800	-	2761	3347	460	2715
Bedrijfsresultaat	7900	11000	6700	-	5515	6389	2057	4739
Balanstotaal	23600	44100	41300	-	61005	60004	54226	53798
Omzet	45200	74700	68500	-	64195	61942	58056	60890
Invest MVA	-	-	-	-	2819	2907	3571	2657
Invest IVA	-	-	-	-	0	0	0	0
Uitgaven R&D	-	-	-	-	1100	1150	1250	1400
Gebeurtenissen		Acquisitie Basta						

(post-exit uit rapportage Axa, pre-exit uit Handboek Nederlandse ondernemingen, in duizenden euro's)

Classificaties

Initiatief: private equity (vriendelijk)

Jaar: 2003

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 6

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: ja

Management participeert: nee

Hoeveelste bod geaccepteerd: 1

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 5. Burgman Heybroek

Een industriegenoot die in handen is van investeringsmaatschappijen doet een bod op Burgman Heybroek. Het bestuur en andere grootaandeelhouders waaronder de familie Burgman stemmen in met de overname.

De onderneming: Burgman Heybroek

Burgman Heybroek is in 1922 opgericht en gevestigd in Utrecht. Het is importeur en groothandel van artikelen voor bouwmarkten en tuincentra. Na verliezen in de late jaren negentig, boekt het bedrijf groeiende winsten in 2001 en 2002, en het voorspelt verdere groei.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

H2 Equity partners: Een Nederlandse private equity-speler, opgericht in 1991. Het concentreert zich op middelgrote ondernemingen in de Benelux. Het beheert circa 300 miljoen euro en heeft in meer dan 20 bedrijven participaties (gehad).

ABN Amro Participaties (AAP): investeert in bedrijven in Nederland. Het concentreert zich op winstgevende, kasgeldgenererende ondernemingen met een waarde van tussen de 10 en 50 miljoen euro.

NPM Capital: NPM Capital richt zich op Nederlandse ondernemingen met een bovengemiddelde groeiverwachting en een ondernemingswaarde van tussen de 20 en 500 miljoen euro. Het heeft participaties in o.a. Cindu, Helvoet, en Burgman Heybroek.

Acties en reacties

Mei 2003 wordt bekend dat de aandeelhouders van Burgman Heybroek praten met industriegenoot Spijker over een onderhandse overname van Burgman door Spijker. Spijker is in handen van investeringsmaatschappijen H2 Equity Partners, ABN Amro Capital, en NPM Capital. Burgman is voor drie kwart in handen van de familie Burgman.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

Juli 2003 wordt overeenstemming bereikt met 96.6% van het kapitaal. De beursnotering wordt beëindigd.

Classificaties

Initiatief: private equity (vriendelijk)

Jaar: 2003

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 3

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: niet van toepassing (overname door bedrijfstakgenoot)

Hoeveelste bod geaccepteerd: 1

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 6. Delft instruments

Delft instruments zoekt kapitaal om te groeien. Alpinvest komt met een bod, dat uiteindelijk wordt geaccepteerd door vrijwel alle aandeelhouders.

De onderneming: Delft Instruments

Delft Instruments N.V. ontstond in 1990 door een fusie tussen de Oldelft Groep N.V. en N.V. Verenigde Instrumentenfabrieken Enraf-Nonius. Beide Delftse bedrijven bestonden op het moment van de fusie al meer dan 50 jaar. Delft Instruments' ondernemingen ontwikkelen, produceren, verkopen en onderhouden geavanceerde (precisie) hardware en software voor medische en industriële klanten. Over 2003 zegt bestuursvoorzitter Bert de Groot: "we kunnen alleen groeien door overnames. Alleen dan kunnen we een rol van betekenis blijven spelen."

Hedgefonds en/of private equity partijen

Alpinvest: Nederlandse investeringsmaatschappij met kantoren in Amsterdam, New York, en Hong Kong. Alpinvest beheert alle private equity (niet-beursgenoteerde) beleggingen van ABP en PGGM. Het is een joint venture tussen ABP en PGGM, het pensioenfonds voor de gezondheidszorg. Het bod op Delft Instruments wordt gedaan via New Lake Direct Investments, een vennootschap waarin Alpinvest de zeggenschap heeft.

Acties en reacties

Alpinvest doet maart 2004 een bod a 17,50 per aandeel. Het bod wordt gestand gedaan bij 95%. Een groep aandeelhouders van 52% geeft meteen aan het bod te ondersteunen. De Groot en andere bestuurders zullen zelf in het aandelenkapitaal participeren. Bekend wordt dat een groep aandeelhouders zelf gezocht had naar een partij die een bod wilde doen, omdat ze zelf niet meer wilde investeren.

AFM vraagt Delft om bekend te maken welke aandeelhouders akkoord zijn gegaan. Nog niet akkoord blijken enkele buitenlandse beleggers, Van Lanschot en Smoorenburg. Zij geven aan het bod te laag te vinden. Delft laat weten dat de activiteiten en de werkgelegenheid door het bod onveranderd blijven.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB vindt het aandeel meer waard dan 17,50 euro.

Uitkomst

Mei 2004 heeft toch 99.79% zich aangemeld. Op 1 juni verdwijnt Delft van de beurs. Delft instrument acquireert Tanksystems en Hermetic. Het verkoopt dochterbedrijf Smit Gas aan het Deense Aalborg industries. Ook verkoopt het de Enraf-divisie aan Honeywell.

Classificaties

Initiatief: bedrijf (kapitaalbehoefte)

Jaar: 2004

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

Hoeveelste bod geaccepteerd: 1

(Geplande) afstotingen: ja

(Geplande) ontslagen: nee

Financiële kengetallen

	-4	-3	-2	-1	0 (2004)	1	2
Werknemers	916	908	984	1190	1196	1009	970
Nettowinst	5000	9000	10900	10400	1100	14702	61155
Bedrijfsresultaat	15300	16300	18000	19000	17800	29227	73740
Balanstotaal	167800	153300	157800	191190	248082	221070	184740
Omzet	175100	188400	193800	236700	261600	256532	289143
Invest MVA	2900	3800	2800	4400	2100	1733	2196
Invest IVA	-	-	-	-	-	3301	4436
Uitgaven R&D	12300	12800	14200	16800	17900	16797	22135
Gebeurtenissen					-	Afstoting Holfra Finances, Delft Electronic Products, Advanced Instruments Manufacturing, Rogan-Delft en Oldelft Benelux. Daarnaast verkoop onroerend goed. Overname van Lubrizol Performance Systems	Afstoting Enraf Smit Gas Systems en overname Calibron Systems

(post-exit uit rapportage Delft Instruments, pre-exit uit key figures in jaarverslagen, in duizenden euro's)

Casus 7. New Skies Satellite

New Skies gaat op zoek naar een koper. De Amerikaanse investeringsmaatschappij Blackstone heeft het hoogste bod. Hoewel sommigen dit bod aan de lage kant vinden, verdwijnt New Skies van de beurs.

De onderneming: New Skies Satellite

New Skies Satellite ontstaat in 1998 als het wordt afgesplitst van Intelsat, het Amerikaanse overheidsorgaan dat vanwege wetgeving moest privatiseren. Er is gekozen voor Nederland als vestigingsplaats om fiscale redenen. Het bedrijf verhuurt communicatieruimte op zes satellieten.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Blackstone: Amerikaanse private equity investeerder. Het beschrijft zichzelf als een bedrijf dat wereldwijd bij verschillende soorten transacties actief is, maar dat altijd optreedt als een 'vriendelijke partij', ofwel dat het de zege heeft van het bestuur van het over te nemen bedrijf. Het beheert meer dan 33 miljard dollar. In juli 2007 wordt duidelijk dat Blackstone Hilton Hotels Corporation wil overnemen (waarde geschat op 26 miljard dollar).

Acties en reacties

New Skies meldt in 2004 op zoek te gaan naar een koper, om betrokken te raken in de consolidatieslag. Meerdere partijen melden zich.

Het bestuur maakt bekend met 17 partijen te hebben gesproken, waarvan twee directe concurrenten. Bestuursvoorzitter Goldberg meldt dat Blackstone met het beste bod is gekomen. Blackstone biedt 7,96 dollar per aandeel. Het krijgt de steun van bestuur en commissarissen. Niet alle aandeelhouders zijn even positief. Een groep aandeelhouders met een belang van 15% tot 20% geeft aan het bod te laag te vinden. De aandeeleprijs zakt bijna 5% als de hoogte van het bod bekend gemaakt wordt.

Een ander, groter deel van de aandeelhouders geeft aan wel tevreden te zijn met het bod. Bestuursvoorzitter Goldberg meldt dat het bod het beste is voor aandeelhouders, het bedrijf, en de klanten.

Het bijzondere van het bod is dat Blackstone alle activa wil overnemen, en het dus geen openbaar bod op de aandelen doet. Hierdoor heeft het bedrijf slechts een meerderheid in de aandeelhoudersvergadering nodig om de overname te laten plaatsvinden.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: VEB geeft op haar website aan teleurgesteld te zijn over het feit dat het bedrijf voor een veel lagere prijs van de beurs wordt gehaald dan voor welk bedrag het geïntroduceerd is (10,30 euro).

Uitkomst

Ruim 92% van het aanwezige kapitaal op de buitengewone aandeelhoudersvergadering stemt in met de overname. Nadat New Skies van de NYSE verdwijnt, verdwijnt het ook in juli 2004 van de Amsterdamse beurs. Een klein deel van de aandelen wordt in mei 2005 naar de beurs van New York gebracht. Dit om schulden af te lossen en een dividend aan Blackstone te betalen. In December 2005 verdwijnt New Skies Satellite echter weer van de beurs, als het Luxemburgse SES Global voor 1 miljard dollar het bedrijf overneemt van Blackstone.

Classificaties

Initiatief: bedrijf (kapitaalbehoefte)

Jaar: 2004

Aantal biedende partijen: 17

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: nee

Hoeveelste bod geaccepteerd: 1

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 8. Vendex

Na kritiek op de onderwaardering van Vendex door Amerikaanse beleggers, gaat Vendex praten met eventuele kopers. Vendex wordt uiteindelijk van de beurs gehaald door een consortium onder leiding van het Amerikaanse private equity bedrijf KKR.

De onderneming: Vendex KBB

Vendex en KBB hebben beide een rijke historie van meer dan honderd jaar. KBB is voortgekomen uit Magazijn 'de Bijenkorf', opgericht in 1870. Vendex vindt zijn oorsprong in Vroom & Dreesmann, opgericht in 1887. Beide Amsterdamse ondernemingen hebben zich in de loop der jaren ontwikkeld tot belangrijke spelers in de Nederlandse detailhandel. In 1999 zijn de twee ondernemingen samengegaan in de nieuwe onderneming Vendex KBB. Vendex KBB beheert aan het begin van deze eeuw een veelvoud aan formules. In 2002 gaan er winkelketens naar CVC Capital partner. Vendex verkoopt Hans Anders, Siebel, Kijkshop, Perry Sport, Prenatal en Scapino. De overgebleven formules zijn als volgt op te delen: warenhuizen (Hema, Bijenkorf en V&D), kleding (onder meer M&S en Hunkemoller), doe-het-zelf (Praxis, Formido en Brico), en elektronica (onder meer Dixons). V&D heeft het in 2002 moeilijk, en heeft een negatief resultaat van 46 mln euro.

Hedgefonds en/of private equity partijen

Guy Wyser-Pratte: Een Fransman die in 1953 tot Amerikaan is geneutraliseerd. Begin jaren negentig zet hij zijn eigen fonds op, waarin hij bestuurders aanzet tot het creëren van aandeelhouderswaarde. Dit heeft hij onder andere gedaan bij het Franse Taittinger en Vivarte, het Belgische GIB, en het Duitse Rheinmetal, Babcock en Mobilcom.

K-capital: Amerikaans hedge fonds, gevestigd in Boston. Het concentreert zich op de Europese markt, en met name op ondergewaardeerde aandelen. Vanaf 2000 zijn ze aandeelhouder van Vendex en hebben meer dan 5% van de aandelen van het bedrijf.

Kohlberg, Kravis, en Roberts (KKR): een Amerikaanse private equity investeerder met een concentratie op LBOs. Ze zijn actief in vele landen en behoren tot de allergrootste van de wereld. KKR zijn de zogenoemde barbaren in de bestseller 'barbarians at the gate,' over de LBO van Nabisco voor circa 25 miljard dollar.

Alpinvest: Nederlandse investeringsmaatschappij met kantoren in Amsterdam, New York, en Hong Kong. Alpinvest beheert alle private equity (niet-beursgenoteerde) beleggingen van ABP en PGGM. Het is een joint venture tussen ABP en PGGM, het pensioenfonds voor de gezondheidszorg.

Change Capital: Brits-Franse managementgroep. Vlak voordat het consortium genoeg aandelen heeft om het bod op Vendex definitief gestand te doen (95%), trekt Change Capital zich terug. De verklaring is dat het bedrijf zich wil concentreren op het finaliseren van de discussie met één van zijn belangrijkste beleggers.

Acties en reacties

Mei 2003: Guy Wyser-Pratte schrijft een brief waarin hij aangeeft ontevreden te zijn over het *corporate governance* beleid van Vendex. Hij heeft een belang genomen van 2.1% en kondigt aan op de aandeelhoudersvergadering te pleiten voor het afschaffen van de beschermingsconstructie met een administratiekantoor. Vendex geeft aan niets voor dit plan te voelen.

Op een volgende aandeelhoudersvergadering pleit Wyser-Pratte voor acties tegen de naar zijn mening onderwaardering van Vendex. Hij wil dat Vendex de investeringen terugbrengt en kapitaal uitkeert. Wyser-Pratte heeft steun gevonden bij het Amerikaanse K Capital en een anonieme Europese bank. Ze hebben samen 14% van de certificaten in handen. K Capital schrijft Vendex een brief waarin het stelt dat het moet overwegen zichzelf in de verkoop te zetten.

In februari 2004 ziet Vendex zelf noodzaak tot actie en maakt bekend dat er gesprekken zijn over een overname. Er zijn meerdere bidders, waaronder het Franse PAI partners. De commissarissen van Vendex besluiten de potentiële bidders beperkt te houden. Vier investeringsmaatschappijen doen een boekenonderzoek: KKR, dat werkt met Alpinvest, en de Britse private-equity investeerder Permira, dat samenwerkt met de eveneens Britse investeerder Cinven. Vendex maakt bekend dat de combinatie KKR en Alpinvest de voorkeur krijgen. Change Capital behoort op dit moment ook nog bij het consortium. Ze bieden 16 euro per aandeel. Grootaandeelhouders Petercam en Delta Lloyd zeggen akkoord te gaan met het bod.

Na een boekenonderzoek verlaagt KKR de prijs naar 15,40. Dit is nog steeds 35% boven de slotkoers van toen de gesprekken bekend werden. Vendex geeft aan dit te zien als een eerlijke prijs. KKR doet zijn bod gestand bij 95%. Echter, het geeft aan ook bij een percentage boven de 80% wellicht het bod gestand te doen.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: Vakbond de Unie heeft een voorkeur voor Nederlandse partijen, en waardeert de inbreng van Alpinvest. Ze hebben niet de intentie een blokkade op te werpen. Het consortium laat weten geen gedwongen ontslagen te plannen. FNV focust op het terugkomen van het sociaal beleid in het fusieprotocol.

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB laat bij het bod van KKR van 16 euro weten te wachten op een beter bod.

Uitkomst

Het consortium behaalt eerst 89,9% van de totaal uitstaande aandelen. Dit percentage groeit later naar 97%. De resterende aandelen kunnen via een uitkoopprocedure worden binnengehaald. Op 3 augustus 2004 wordt de beursnotering van Vendex KBB geschrapt.

Een jaar na de transactie stapt de bestuursvoorzitter op. De Brit De Nunzio wordt de nieuwe bestuursvoorzitter. Er worden veel nieuwe commissarissen aangesteld, vaak van KKR zelf. Maart 2006 keren de eigenaren van Vendex zichzelf een superdividend uit van 460 mln. Dit wordt gefinancierd met schuld. S&P verlaagt de rating van BB- naar B+.

Het bedrijf verandert de naam Vendex KBB in Maxeda. Dixons en Dynabite worden verkocht aan Dexcom holdings. De verkoop van vastgoed levert veel geld op (naar schatting 618 miljoen euro). Begin 2007 wordt Hema

ter verkoop aangeboden. In juni 2007 wordt bekend dat Lion Capital een definitieve overeenkomst heeft voor de overdracht van Hema.

Financiële kengetallen

	-4	-3	-2	-1	0 (2004)	1	2
Werknemers	52100	53800	53000	48500	44300	24141	23627
Nettowinst	136	156	60	202	9	-79	-38
Bedrijfsresultaat	266	297	107	289	59	264	295
Balanstotaal	2176	2274	2177	2224	2370	2477	2294
Omzet	4410	4819	4958	4717	4451	4047	3895
Invest MVA	139	154	195	173	193	94	146
Gebeurtenissen			Vendex verkoopt zes dochters aan private equity investeerder CVC en verkoopt opticien Hans Anders en speelgoedketen FAO Schwarz overname Brico	Verkoop onderdelen Brico		sluiting van 12 V&D winkels investering in nieuwe V&D in Almere en volledige renovatie van winkel in Arnhem uitbreiding Bijenkorf Amsterdam en renovatie Rotterdam expansie apparaat formats in Benelux en internationaal verdere expansie van Praxis in Nederland en Brico in België	verkoop van de consumer Electronics formats, enerzijds ITS/Modern, anderzijds Dixons/Dynabite verkoop van de bouwmaterialengroothandel Keur inclusief franchisees Gamma restyling van een aantal V&D's laatste fase renovatie Bijenkorf Amsterdam en renovatie Den Haag verdere internationale expansie van Hunkemoller acquisitie franchisees Brico en renovatie van een aantal Brico en Plan it winkels expansie Hema in Nederland (o.a. met lancering van een nieuw format) en België belangrijke investering in opleiding en "on the floor vorming" via de start van het passion to serve program en de Maxeda leadership academy

(post-exit uit rapportage Maxeda, pre-exit uit Thomson One Banker in miljoenen euro's, werknemers uit REACH)

Classificaties

Initiatief: private equity (vriendelijk)

Jaar: 2004

Aantal biedende partijen: 2

Aantal bieders winnende partij: 2

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: nee

Hoeveelste bod geaccepteerd: 1

(Geplande) afstotingen: ja

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 9. Petroplus

Het bestuur van Petroplus werkt samen met een private equity partij om Petroplus van de beurs te halen. Nadat Petroplus van de Amsterdamse beurs verdwijnt, verschijnt het jaar erna op de Zwitserse beurs.

De onderneming: Petroplus

Petroplus wordt in 1993 opgericht als petrochemisch bedrijf, en gaat in 1998 naar de beurs. Het verwerft bekendheid door de introductie van onbemande tankstations. Deze Tango-keten wordt verkocht aan Kuwait Petroleum. Vlak voor het de beursexit heeft het bedrijf het lastig door ongunstige raffinagemarges.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Carlyle: De Carlyle Group beheert wereldwijd meer dan 18 miljard euro en staat bekend om zijn politieke connecties. Adviseurs zijn onder andere James Baker en John Major, en ook George Bush senior heeft banden met Carlyle. Het fonds heeft in 2002 met twee andere investeerders Casema overgenomen en heeft ook de lucht- en ruimtevaartdivisie van Fiat opgekocht.

Riverstone Holdings: opgericht in 2000. Het beheert 8 miljard dollar en heeft meer dan 35 transacties voltooid. Het concentreert zich op de energy & power industrie. Sluit een joint venture met Carlyle, waarin het zich beweegt voor de Petroplus-transactie.

Acties en reacties

In juni 2004 maken de oprichters van Petroplus en de Amerikaanse investeringsmaatschappij Carlyle Group bekend het bedrijf van de beurs te willen halen. Ze bieden 247 miljoen euro. De oprichters, Marcel van Poecke en Willem Willemstein, houden ieder een belang van 11.4%. De reden voor de buy-out is dat ze zich beperkt voelen in hun mogelijkheden met een beursnotering, door met name de druk van banken en kredietbeoordelaars. Het consortium heet RIVR Acquisition, en omvat ook Riverstone Holdings.

RIVR biedt 8 euro per aandeel, een premie van 29%. Ook obligatiehouders moeten instemmen: zij hebben het recht een bod op de aandelen te blokkeren. Voor obligatiehouders biedt RIVR 101%.

Delta Lloyd maakt bekend het bod van 8 euro te laag te vinden. Meerdere aandeelhouders vinden het bod te laag of willen net als de oprichters in het bedrijf blijven zitten. Ook heeft RIVR geen meerderheid van de obligaties. Het verhoogt dit bod tot 104%, en meldt het bod op obligaties gestand te doen bij meer dan 50%, in tegenstelling tot een eerdere 73.33%.

In januari 2005 verhoogt RIVR het bod op de aandelen tot 9 euro. Ook wordt 7% van de aandelen vrijgemaakt voor aandeelhouders die geen afscheid willen nemen van Petroplus. Het doet het bod gestand bij 95% van de aandelen.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

RIVR behaalt 94.2% van de aandelen, maar doet het bod toch gestand. Van de obligatiehouders had 97% zijn stukken aangemeld. Uiteindelijk melden 99.77% van de aandeelhouders zich aan.

Het hoofdkantoor verdwijnt uit Rotterdam en gaat naar het Zwitserse Zug.

Maart 2006 wordt bekend dat het dochterbedrijf 4Gas naar de beurs wil brengen. In 2006 neemt Petroplus tevens het Belgische bedrijf EPH over, en toont het interesse in de Ingolstadt-raffinaderij van ExxonMobil in Duitsland. Het verkoopt ook. De bunkerdivisie wordt verkocht aan investeringsmaatschappij Reggeborgh. Mei 2006 verlaten Van Poecke en Willemstein de onderneming.

Eind 2006 gaat Petroplus voor een hernieuwde beursgang, dit keer aan de beurs van Zwitserland. Het haalt 1,2 miljard dollar op. Petroplus bereidt verdere overnames voor.

Classificaties

Initiatief: bedrijf (beursmoe)

Jaar: 2005

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 2

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

Hoeveelste bod geaccepteerd: 3
 (Geplande) afstotingen: ja
 (Geplande) ontslagen: nee

Casus 10. SBS

Een combinatie van KKR en Permira biedt op SBS. Dit bod wordt op een aandeelhoudersvergadering geaccepteerd.

De onderneming: SBS

SBS is een van oorsprong Scandinavisch mediaconcern met beursnoteringen in de VS en Nederland. In 2000 komt er een bod van UPC op SBS. CEO van SBS Harry Evans Sloan zegt verheugd te zijn door het bod. UPC trekt het bod echter in. SBS duikt regelmatig in de rode (kwartaal)cijfers. Het lijft televisiezender Fox 8 en het Poolse TVN in. Het Poolse belang wordt echter al snel weer verkocht, en SBS fuseert in 2003 met Veronica. In 2005 noemt Rabo Securities SBS een van de meest interessante overname-doelwitten in Europa vanwege de sterke positie in kleinere Europese landen en het hoge groeiprofiel.

Hedgefonds en/of private equity partijen

Permira: een private equity speler uit het Verenigd Koninkrijk. Het dient als adviseur voor 18 Permira fondsen, met een waarde van circa 11 miljard euro. Deze fondsen hebben vanaf 1985 in 280 transacties geïnvesteerd, verspreid over 15 landen.

Kohlberg, Kravis, en Roberts (KKR): een Amerikaanse private equity investeerder met een concentratie op LBOs. Ze zijn actief in vele landen en behoren tot de allergrootste van de wereld. KKR zijn de zogenoemde barbaren in de bestseller 'barbarians at the gate,' over de LBO van Nabisco voor circa 25 miljard dollar.

Acties en reacties

Permira en KKR bieden in contanten voor vrijwel alle bezittingen en schulden van SBS. John de Mol laat weten in gesprek te willen met de bidders voor de Nederlandse activiteiten. Permira laat weten open te staan voor het gesprek maar niet de intentie te hebben SBS in delen te verkopen. De overname gaat door als twee derde van de aandeelhouders het bod steunt. Het bestuur van SBS keurt het bod goed. Ratingbureau S&P zet naar aanleiding van het bod SBS op een negatieve watch.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden
 Ondernemingsraad: geen reactie gevonden
 VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

Tijdens de buitengewone aandelenvergadering wordt met het overnamebod ingestemd. Het bedrijf wordt geliquideerd en de opbrengsten gaan naar de aandeelhouders. De zakelijke activiteiten worden voortgezet door Permira en KKR, en SBS verdwijnt van de beurs.

Classificaties

Initiatief: private equity (vriendelijk)
 Jaar: 2005
 Aantal biedende partijen: 1
 Aantal bidders winnende partij: 2
 Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee
 Management participeert: nee
 Hoeveelste bod geaccepteerd: 1

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 11. VNU

Activistische aandeelhouders pleiten tegen een geplande overname die VNU wil doen. VNU ziet van de overname af en wordt zelf benaderd door private equity-bedrijven. Een bod wordt uiteindelijk door de grootaandeelhouders geaccepteerd en VNU verdwijnt van de beurs.

De onderneming: VNU

VNU is opgericht in 1964 door de samenvoeging van twee Nederlandse Publishers ten behoeve van het publiceren, printen en distribueren van consumentenmagazines, kranten en boeken in Nederland en België. Gedurende de zeventiger jaren werd ook Business Media een onderdeel van de organisatie. In de jaren tachtig werden de activiteiten gesterkt door expansie naar andere Europese landen en de Verenigde Staten. In 1999 nam VNU het bedrijf Nielsen Media Research over uit de Verenigde Staten. In 2000 werd het segment nieuwsbladen verkocht. Mei 2004 geeft VNU aan de Gouden Gidsen te willen verkopen. De bidders zijn uitsluitend private equity-partijen: Blackstone, Carlyle, BC Partners, Apax, Cinven, Permira, en CVC. Het winnende bod komt van de combinatie Apax en Cinven. Met de opbrengst lost VNU obligaties af die in 2006 en 2008 zouden aflopen. In totaal moet het concern in 2006 en 2008 voor bijna 1,8 miljard euro aan schulden aflossen. Het bestuur van VNU besluit een bod te doen op IMS Health, ter waarde van 7 miljard dollar.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Knight Vinke: Hedge fonds met een specialisatie in aandeelhoudersactivisme. Het is opgericht in 2003 en heeft kantoren in New York en Monaco. Het investeert in grote bedrijven met 'underperformance', en spitst de veranderingen toe op structuur en *corporate governance*.

Kohlberg, Kravis, en Roberts (KKR): een Amerikaanse private equity investeerder met een concentratie op LBOs. Ze zijn actief in vele landen en behoren tot de allergrootste van de wereld. KKR zijn de zogenoemde barbaren in de bestseller 'barbarians at the gate,' over de LBO van Nabisco voor circa 25 miljard dollar.

Alpinvest: Nederlandse investeringsmaatschappij met kantoren in Amsterdam, New York, en Hong Kong. AlpInvest beheert alle private equity (niet-beursgenoteerde) beleggingen van ABP en PGGM. Het is een joint venture tussen ABP en PGGM, het pensioenfonds voor de gezondheidszorg.

Blackstone: Amerikaanse investeringsmaatschappij. Het beschrijft zichzelf als een bedrijf dat wereldwijd bij verschillende soorten transacties actief is, maar dat altijd optreedt als een 'vriendelijke partij', ofwel dat het de zege heeft van het bestuur van het over te nemen bedrijf. Het beheert meer dan 33 miljard dollar. In juli 2007 wordt duidelijk dat Blackstone Hilton Hotels Corporation wil overnemen (waarde geschat op 26 miljard dollar).

Carlyle: De Carlyle Group beheert wereldwijd meer dan 18 miljard euro en staat bekend om zijn politieke connecties. Adviseurs zijn onder andere James Baker en John Major, en ook George Bush senior heeft banden met Carlyle. Het fonds heeft in 2002 met twee andere investeerders Casema overgenomen en heeft ook de lucht- en ruimtevaartdivisie van Fiat opgekocht.

Hellman & Friedman: Hellman & Friedman focust op investeringen in bedrijven met sterke en voorspelbare opbrengsten, met hoge kasstromen. De gezochte investeringen bedragen tussen de 200 en 750 miljoen dollar. Het concentreert zich op de Verenigde Staten en Europa.

Permira: een private equity speler uit het Verenigd Koninkrijk. Het dient als adviseur voor 18 Permira fondsen, met een waarde van circa 11 miljard euro. Deze fondsen hebben vanaf 1985 in 280 transacties geïnvesteerd, verspreid over 15 landen.

Thomas H. Lee Partners: een private equity firm uit de VS, opgericht in 1974. Het zoekt groeiende bedrijven in de VS, Canada, en Europa, en investeert tussen de 100 en 400 miljoen dollar per keer. Het beheert circa 20 miljard dollar.

Acties en reacties

Knight Vinke, met een belang van 2%, wil dat VNU het bod op IMS Health terugtrekt. Het krijgt steun van andere aandeelhouders, zoals Fidelity en Templeton, met een gezamenlijk belang van tussen de 30 en 40%. Ze willen dat VNU andere alternatieven gaan onderzoeken, waaronder een mogelijke verkoop van heel VNU.

Oktober 2005 rapporteert the Wall Street Journal dat durfinvesteerdere een bod op VNU gaan uitbrengen. VNU blaast de geplande overname van IMS af. Meerdere private equity partijen worden genoemd. Opvallend is dat CVC VNU-topman Van den Bergh als adviseur heeft. Er komt een indicatief bod van een consortium met Alpinvest, Blackstone, Carlyle, Hellman & Friedman, KKR, Permira, en Thomas H. Lee Partners. Het bod zit tussen de 28 en 28,50 euro per aandeel. Dit is ongeveer gelijk aan de beurskoers van VNU, die door de geruchten al was gestegen.

Het wordt bekend dat enkele grootaandeelhouders, waaronder Knight Vinke, VNU willen opsplitsen in plaats van verkopen. Ze schatten deze strategie op een waarde van 35 tot 40 euro per aandeel. Permira stapt uit het consortium door de naar hun mening te hoge prijs. Het consortium verhoogt het bod tot 28,75 euro. De transactie gaat door als 95% zich aanmeldt. Fidelity, met een belang van 15%, laat weten zich hoogstwaarschijnlijk niet aan te melden. Het bestuur van VNU zegt af te treden als het bod wordt verworpen. Het Amerikaanse Shareholder Services (ISS), de grootste stemadviseur ter wereld, adviseert tegen het bod. VNU dient een klacht in bij de AFM over de samenwerking van aandeelhouders tegen het bod.

Het bod wordt verhoogd naar 29,50 euro, dat gestand wordt gedaan bij 80%. Templeton, met een belang van 15%, reageert positief.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: Tijdens de biedingen laat de centrale OR weten dat er 'nogal wat onrust' is onder het personeel.

VEB: de VEB sluit zich aan bij de kritiek op de geplande overname van IMS Health. Later verweert VEB zich tegen de uitkoopprocedure van de minderheidsaandeelhouders van VNU.

Uitkomst

78.7% meldt zich aan. De bidders wachten op de uitkomst in de Versatelzaak, die over de positie van de minderheidsaandeelhouders gaat. Fidelity heeft zich nog niet aangemeld. Als dit mei 2006 gebeurt, heeft het consortium meer dan 90% in handen. VNU verdwijnt van de beurs en topman Calhoun, eerder Vice-President van GE, wordt aangetrokken. Zeventig tijdschriften en congresorganisaties worden verkocht aan private equity-huis 3i. December 2006 wordt bekend dat 4.000 van de 42.000 werknemers van VNU moeten uitzien naar een nieuwe baan. Het streven is de kosten met 10% te verlagen. De laatste Nederlander in het bestuur, Rob Ruijter, vertrekt.

Classificaties

Initiatief: private equity (vriendelijk)

Jaar: 2006

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bidders winnende partij: 7

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: nee

Hoeveelste bod geaccepteerd: 3

(Geplande) afstotingen: ja

(Geplande) ontslagen: ja

Financiële kengetallen

	-4	-3	-2	-1	0 (2005)	1
Werknemers	37235	37590	38609	40223	40694	41000
Nettowinst	1004000	170000	130000	246000	256000	-301600
Bedrijfsresultaat	806000	459000	388000	296000	338000	169600
Balanstotaal	-	-	-	8615000	8645000	12880000
Omzet	4825000	4275000	3882000	3319000	3457000	3339000
Invest MVA					-	124,000
Invest IVA					-	64,800
Gebeurtenissen	VNU verkoopt Malmberg (educatieve informatie groep) aan private equity speler 3i				-	Verkoop van Business Media Europe aan private equity investeerder 3i, herstructurering wordt voortgezet

(post-exit uit rapportage VNU, pre-exit uit key figures in jaarverslagen, in duizenden euro's, omrekening van dollars naar euro's in 2006 (jaar 1) tegen een wisselkoers van 0.8 euro per dollar)

Casus 12. Blydenstein-Willink*De onderneming: Blydenstein-Willink*

Blydenstein is een oud-Nederlands textielconcern dat in 1953 naar de beurs gaat. In 1960 fuseert het met de onderneming Willink. Het bedrijf ontwerpt en produceert interieurstoffen, binnenzonwering en technisch textiel. In het verliesgevende jaar 2000 heroverweegt Blydenstein zijn positie als beursfonds, aangezien het zichzelf als groep te klein vindt. Blydenstein praat over een fusie van een dochtermaatschappij met Hatefa, maar de fusie ketst af. In 2003 overweegt Hunter Douglas een bod op Blydenstein van 7,67 per aandeel, ofwel een premie van 97%. Er wordt een boekenonderzoek gedaan. Dit onderzoek wordt bestempeld als 'niet bevredigend', en Hunter Douglas trekt het bod in. Blydenstein verkoopt de interieurstofafdeling, en concentreert zich op de binnenzonweringproducten Verosol.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

ABN Amro Participaties (AAP): investeert in bedrijven in Nederland. Het concentreert zich op winstgevende, kasgeldgenererende ondernemingen met een waarde van tussen de 10 en 50 miljoen euro.

Acties en reacties

ABN Amro Participaties (AAP) en het management willen augustus 2006 Blydenstein van de beurs halen. AAP biedt 14,25 per aandeel, 14% boven de beurskoers. De directie steunt het bod omdat het de lasten van een beursnotering hoger inschat dan de baten. President-commissaris Oliemans geeft aan zelf contact te hebben gezocht met ABN.

Een aantal aandeelhouders bieden hun aandelen niet aan, waardoor AAP 82.7% binnenheeft. AAP verhoogt de prijs naar 15,50.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB geeft op haar website aan de behandeling van aandeelhouders die Blydenstein-Willink in het vooruitzicht stelt in het biedingsbericht, wanneer de beleggers niet ingaan op het bod, te hekelen.

Uitkomst

Bijna 99% meldt zich aan. In januari 2007 verdwijnt het van de beurs, en komt in handen van Verosol holding, zoals ABN het investeringsvehikel noemt. De naam van het bedrijf verandert in Verosol Groep.

Classificaties

Initiatief: bedrijf (beursmoe)

Jaar: 2007

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

Hoeveelste bod geaccepteerd: 2

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 13. Koninklijke Nedschroef

Nedschroef ontvangt een bod van een private equity partij. Met goedkeuring van het management wordt het bod geaccepteerd en Nedschroef verdwijnt van de beurs.

De onderneming: Koninklijke Nedschroef

Koninklijke Nedschroef Holding B.V. is een groep van 24 ondernemingen met vestigingen in 12 landen. De kernactiviteiten zijn het ontwikkelen, produceren, in- en verkopen van middelen voor de auto-industrie. Klanten van Nedschroef zijn autobedrijven als General Motors, Ford, BMW, en Volkswagen. Na wat lastige jaren formuleert het bedrijf in 2001 de volgende strategie: een recovery fase (2002 en 2003), een reshapingfase (2004 en 2005) en een expansiefase (vanaf 2006). Op de website van Nedschroef wordt in 2006 aangegeven dat deze strategie volgens plan is verlopen. Het bedrijf had in 2006, vlak voor het bod van Gilde, een winstgroei van 18%.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Gilde Buy Out Partners: private equity investeerder met kantoren in Nederland, Frankrijk, en Zwitserland. Sinds de oprichting in 1982 heeft het bedrijf naar eigen zeggen in meer dan 200 ondernemingen geïnvesteerd. Gilde specialiseert zich in *buyouts*, en beheert meer dan 1.5 miljard euro.

Parcom: Investeringsstak van ING, actief vanaf 1982. Het bedrijf heeft rond de 50 directe investeringen, met een totale marktwaarde van 1 miljard euro. Het werkgebied is West-Europa.

Acties en reacties

Januari 2007 stuurt Gilde een brief naar Nedschroef met een indicatief bod van 57 euro. Dit bod ligt 22% hoger dan de koers van dat moment. De Raad van Commissarissen van Nedschroef geeft aan de aantrekkelijkheid van de getoonde interesse te gaan onderzoeken. Hij zegt te willen praten met Gilde, en benadrukt dat naast aandeelhouders het bedrijf ook rekening dient te houden met werknemers.

In maart 2007 verhoogt Gilde het bod met 3.5% tot 59 euro. Meteen wordt duidelijk dat Gilde wordt gesteund door een groep aandeelhouders die 62% van de aandelen bezit. Ook de directie en de raad van commissarissen staan achter het bod. Bekend wordt dat Parcom een belang van 29% neemt in de nieuwe houdstermaatschappij, mits de transactie doorgaat. Dit komt overeen met het belang dat Parcom al had in Nedschroef. Ook het management zal in de eventuele overname participeren.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: De centrale ondernemingsraad adviseert positief over het bod.

VEB: De VEB zegt op haar website geen begrip te hebben voor het feit dat Nedschroef de bieder heeft toegestaan allerlei maatregelen te treffen om de aandeelhouder die niet aanmeldt, na de overname flink onder druk te zetten om alsnog aan te melden. De VEB vraagt het bestuur van Nedschroef op de aandeelhoudersvergadering ervoor te zorgen dat de belangen van deze resterende minderheid door de dan fungerende commissarissen behartigd worden.

Uitkomst

99.7% van de aandeelhouders accepteren het bod, en Nedschroef verdwijnt op 3 juli van de beurs.

Classificaties

Initiatief: private equity (vriendelijk)

Jaar: 2007

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 2

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

Hoeveelste bod geaccepteerd: 1 (eerste was indicatie)

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

II

Pogingen tot overnames

Casus 14. Norit

Gilde wil Norit van de beurs halen. Dit lukt initieel niet. Het bedrijf wordt wel van de beurs gehaald door Nuon. Gilde koopt Norit weer van Nuon.

De onderneming: Norit

Opgericht in 1912. Produceert uit bruinkool, hout, turf en steenkool een actieve kool. Dit materiaal doet dienst bij zuiveringsprocessen bij waterbedrijven, chemie, farmacie, en voedingsmiddelenindustrie. Begin jaren negentig daalt de winst bij Norit. Het acquireert een cosmeticabedrijf, en de winst trekt iets aan.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Gilde Buy Out Partners: private equity investeerder met kantoren in Nederland, Frankrijk, en Zwitserland. Sinds de oprichting in 1982 heeft het bedrijf naar eigen zeggen in meer dan 200 ondernemingen geïnvesteerd. Gilde specialiseert zich in *buyouts*, en beheert meer dan 1.5 miljard euro.

Doughty Hanson: Europese private equity firm, opgericht in 1985. Het heeft kantoren in Londen, Stockholm, Frankfurt, Milan, Madrid, Parijs, en Munchen. Heeft in meer dan 100 transacties meer dan 23 miljard aan overname waarde achter haar naam staan.

Acties en reacties

Begin 2000 meldt president commissaris van Duursen van de beurs te willen, mede door een lage beurskoers. Hij zoekt contact met Gilde. Gilde biedt 12 euro, een premie van 40%. Orange Fund, Delta Lloyd en enkele particulieren (alle drie met een belang van circa 5%) verzetten zich tegen het bod. Gilde weigert het bod te verhogen. Het doet het bod van 12 euro gestand bij een aanmelding van 70.5%. Gilde haalt Norit echter niet van de beurs. De aanmeldingen verhogen tot 83.2%. Het wordt bekend dat Norit een superdividend van euro 6,75 uitkeert.

Eind 2000 biedt Nuon op Norit. Het biedt 11,50, ofwel in totaal 151 miljoen euro.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: Start een procedure tegen het superdividend. Aangezien dividend belast wordt, ziet de VEB de transactie als een manier om kleine beleggers 'uit te roken'. Gilde reageert door beleggers een keuze te bieden: of het keuzedividend, of een preferent aandeel tegen dezelfde waarde.

Uitkomst

Het bod van Nuon wordt wel geaccepteerd door Orange Fund en Delta Lloyd. Nuon passeert de grens van 95% en haalt Norit van de beurs. Oktober 2003 verkoopt Nuon Norit. De kopers zijn Gilde en Euroland Investments (managers van Norit). De prijs is 152 miljoen. Op hun beurt verkopen zij in 2007 Norit aan private equity partij Doughty Hanson nadat het bedrijf succesvol gegroeid is. De verkoopprijs is 600 miljoen euro.

Classificaties

Initiatief: bedrijf (beursmoe)

Jaar: 2000

Aantal biedende partijen: 2

Aantal bieders winnende partij: -

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Acceptatie: PE-bod in eerste instantie niet

Management participeert: ja

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 15. Ballast Nedam

Egeria brengt in 2003 een bod uit op de Nederlandse tak van Ballast Nedam. Egeria en Ballast Nedam kunnen het echter niet eens worden over de voorwaarden van het bod en de onderhandelingen worden stopgezet.

De onderneming: Ballast Nedam

Ballast Nedam is ontstaan door een fusie tussen Ballast en Nedam in 1969. Ballast ontstaat in 1877 en ontwikkelt zich als baggerbedrijf. Nedam komt uit 1917 en richt zich op bouwactiviteiten. Ballast Nedam gaat in 1994 naar de beurs. Daarna komt het in de problemen. Het verwacht een verlies in 2002 van meer dan 100 miljoen euro, vanwege verliezen van de Engelse divisie. In 2001 werd er ook verlies geleden. De Nederlandse divisie wordt afgesplitst om het af te schermen van de internationale verliezen. Deze divisie heeft een omzet van 1,1 miljard euro en 4000 werknemers.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Egeria: Een investeringsmaatschappij van de familie Brenninkmeijer. Egeria richt zich op meerderheidsbelangen in gezonde middelgrote ondernemingen in Nederland, dan wel in ondernemingen met een Nederlandse link. Egeria investeert veelal in bedrijven met een ondernemingswaarde tussen de € 50 miljoen en € 200 miljoen met een sterke en stabiele kasstroom. Egeria zoekt naar eigen zeggenschap een partnership met een sterk management. Het heeft € 730 miljoen onder beheer.

Acties en reacties

Egeria brengt op 7 februari 2003 een bod uit op de Nederlandse tak van Ballast Nedam. De maatschappij mag exclusief in onderhandeling treden over de transactie. Op hoofdpunten is overeenstemming bereikt; naar verwachting zal de overeenkomst ter goedkeuring aan de AVA worden voorgelegd. Aangezien Ballast Nedam buitenlandse activiteiten saneert, zal een leeg beursfonds overblijven. De koers van Ballast stijgt 14% tot euro 3,20.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: de VEB meldt in 2004, na het herstel, op haar website “Gelukkig heeft de directie de rug recht gehouden door niet in te gaan op het voorgenomen bod van Egeria”

Uitkomst

Na het boekenonderzoek komt naar buiten dat Egeria en Ballast Nedam het niet eens kunnen worden over de voorwaarden van een bod. De onderhandelingen worden afgebroken. Ballast Nedam brengt naar buiten dat de hoogte van het bod niet zodanig is om aan de aandeelhouders voor te leggen.

Ballast Nedam blijft openstaan voor andere biedingen. Het stopt de financiering van de Britse activiteiten. In 2004 gaat het Ballast Nedam goed. Het Duitse bouwconcern Hochtief, met een minderheidsbelang, verkoopt het belang aan TCN Property Projects en investeringsmaatschappij Wedge. Zij verkopen hun aandelen weer aan institutionele beleggers. De koers zit dan al rond de 8 euro.

Classificaties

Initiatief: Private equity

Jaar: 2003

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: -

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Acceptatie: nee

Management participeert: -

(Geplande) afstotingen: -

(Geplande) ontslagen: -

III**Overgenomen divisies door hedgefondsen en/of private equity partijen****Casus 16 . BolsWessanen (Bols)**

Bolswessanen wil het drankenbedrijf Bols verkopen, en doet dit aan een private equity speler.

De onderneming en afdeling: Bolswessanen, Bols, en Cains Foods

Wessanen en Laan wordt opgericht in 1765, als handelsonderneming in zaden. In de 20ste eeuw wordt het predikaat koninklijk toegewezen. Bols start in 1575, in wat later de oudste stokerij ter wereld zal zijn. Bols en Wessanen fuseren in 1993. Bols is distilleerder, Wessanen een voedingsmiddelengroep. De reden voor de fusie is schaalgrootte.

BolsWessanen geeft verscheidene winstwaarschuwingen af. In 1995 verkoopt het ijsmerk Hertog aan Unilever. Bioscoopreclamefilm bedrijf Central-Film Cefi wordt verkocht aan een Belgisch bedrijf. Het wil verdere niet-kern activiteiten gaan verkopen. De afdeling Cains Foods van BolsWessanen is gespecialiseerd in mayonaise, saladedressings en augurken en wordt verkocht aan de Amerikaanse investeerder Dennis Keanevy.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

CVC: wereldwijde private equity en investeringsadvies maatschappij opgericht in 1981, met een netwerk van 18 vestigingen en 160 medewerkers door Europa, Azië en de Verenigde Staten. CVC's fondsen voor haar huidige investeringen komen uit het CVC Fund IV, CVC Asia II en het CVC Tandem Fund met circa \$30 miljard onder beheer.

Acties en reacties

Bols besluit in 1998 zich op de voedingsmiddelen te gaan toeleggen. Geruchten gaan dat CVC geïnteresseerd is in de drankdivisie.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB vergelijkt de fusie tussen Bols en Wessanen met een korfbal- en een voetbalteam, en noemt het een strategische blunder. Het opponeert sterk tegen de fusie, maar kan deze niet tegenhouden door onder meer de certificering van aandelen. Na de afstoting van Bols wordt Peter Paul de Vries geïnterviewd door Business News Radio, waarin hij meldt diep teleurgesteld te zijn in tien jaar van mismanagement door BolsWessanen.

Uitkomst

Bols wordt in 1998 verkocht: manager Van Ogtrop en investeerder CVC nemen het over. Bedragen worden eerst niet genoemd, maar blijken later rond de 238 miljoen euro te zitten. BolsWessanen verandert de naam in Wessanen. Bols publiceert geen financiële resultaten, maar volgens Van Ogtrop verdubbelt de winst in de twee jaar na de overname. CVC verkoopt het bedrijf door aan het Franse bedrijf Remy Cointreau voor 511 miljoen euro. Bols-bestuursvoorzitter Van Ogtrop krijgt binnen Remy Cointreau een toppositie. CVC zal na de overname een belang van 10% aanhouden. De NMa vindt de positie van de combinatie te sterk op de markt voor cognac, en Remy Cointreau verkoopt een cognacmerk. In 2001 verdwijnt Van Ogtrop bij Remy Cointreau. Ook CVC verkoopt haar aandeel.

In 2005 wil Remy Cointreau Bols verkopen, nadat het eerst enkele onderdelen heeft afgestoten. Huub van Doorne, de kleinzoon van de oprichter van de autofabriek Daf, koopt Bols in 2006, samen met ABN Amro Capital. Zij betalen voor de overname euro 210 mln.

Classificaties: Bols

Initiatief: bedrijf

Jaar: 1998

Aantal biedende partijen: 1

Aantal bieders winnende partij: 2

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 17. Shell (Wavin)

Shell wil het 50% belang in Wavin verkopen. De koper wordt CVC, die later het belang uitbreidt.

De onderneming en afdeling: Shell en Wavin

Royal Dutch Shell is een Nederlands-Britse multinational die tot de grote vijf van de wereldwijde olie- en energie-maatschappijen behoort. Shell is een van de meest winstgevende onderneming van Nederland. Shell overweegt in 1998 uit de pvc-productie te stappen. Dit heeft gevolgen voor verschillende joint ventures, waaronder Rovin en Wavin.

Wavin is een fabrikant van kunststof leiding systemen. Het is sinds 1962 een 50-50 joint venture tussen Shell en de Waterleiding Maatschappij Overijssel (WMO). De omzet is circa 1,6 miljard gulden. Er werken 4200 mensen.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

CVC: wereldwijde private equity en investeringsadvies maatschappij opgericht in 1981, met een netwerk van 18 vestigingen en 160 medewerkers door Europa, Azië en de Verenigde Staten. CVC's fondsen voor haar huidige investeringen komen uit het CVC Fund IV, CVC Asia II en het CVC Tandem Fund met circa \$30 miljard onder beheer.

Alpinvest: Nederlandse investeringsmaatschappij met kantoren in Amsterdam, New York, en Hong Kong. Alpinvest beheert private equity beleggingen van ABP en PGGM. Het is een joint venture tussen ABP en PGGM, het pensioenfonds voor de gezondheidszorg.

Acties en reacties

Wavin laat weten een beursgang te overwegen als Shell haar belang verkoopt. WMO meldt dat het 50% belang van Shell waarschijnlijk naar financiële partijen gaat, en industriële partijen veelal niet in aanmerking komen. WMO meldt het belang aan te houden. Shell is 'not amused', omdat dit de kans op het vinden van een strategische partner verkleint.

PVC joint-venture Rovin wordt aan een Japans chemieconcern verkocht. Wavin blijft buiten de verkoop. Shell onderhandelt met een partij over Wavin maar meldt dat er complicaties zijn opgetreden. Later blijkt dat dit de Zwitserse fabrikant Georg Fischer was.

Standpunten andere partijen

Vakbond: FNV Bondgenoten meldt geschrokken te zijn van het aantal arbeidsplaatsen dat als gevolg van de inkrimpingsplannen van Wavin KLS in Hardenberg en Leiden moet verdwijnen, na de overname. De bond laat de directie van Wavin weten niet akkoord te gaan met gedwongen ontslagen.

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: Bij de latere beursgang van Wavin waarschuwt de VEB voor de risico's, door de hoge schuldenlast.

Uitkomst

Eind 1998 komt naar buiten dat CVC het 50% belang heeft verworven. WMO blijft als aandeelhouder. Er wordt een houdstermaatschappij opgericht zodat ook het management kan participeren.

Een veelvoud van Europese ondernemingen wordt overgenomen. Wavin reorganiseert, en de winsten stijgen flink. Er verdwijnen honderd banen bij Wavin in Hardenberg vanwege 'de malaise in de bouw'. Het Britse Hepworth wordt overgenomen.

CVC neemt in 2005, samen met Alpinvest, het belang van WMO over. Het overige deel (10%) is in handen van het management. CVC krijgt 80%. In 2006 gaat Wavin naar de beurs. De opbrengst valt echter tegen, vanwege kritiek op de schuldenlast van Wavin (driemaal het eigen vermogen). In 2007 hebben CVC en Alpinvest een gedeelte van hun belangen verkocht.

Classificaties

Initiatief: bedrijf

Jaar: 1998

Aantal biedende partijen: 2

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: ja

Casus 18. Akzo Nobel (Acordis)

Akzo Nobel wil in 1999 een dochterbedrijf naar de beurs brengen maar accepteert toch een bod van een private-equity speler. Nadat deze speler het dochterbedrijf opknipt wil Akzo Nobel in 2006 wederom een dochter naar de beurs brengen.

De onderneming en afdeling: Akzo Nobel en Acordis

In 1969 fuseert de Algemene Kunstzijde Unie, een Nederlands-Duitse fabrikant van chemische vezels, met Koninklijke Zout Organon, actief in onder andere chemie, geneesmiddelen en verf. Samen gaan ze AKZO heten. In 1994 fuseert AKZO met het van oorsprong Zweedse bedrijf Nobel. Het nieuwe geheel gaat verder onder de naam Akzo Nobel. In 1998 wordt het Britse Courtaulds ingelijfd, een grote producent van coatings en vezels. Akzo Nobel behoort nu tot de grootste producent van coatings ter wereld.

Acordis is een dochteronderneming waarin Akzo Nobel de vezelactiviteiten van haarzelf en het in 1998 aangekochte Courtaulds onderbrengt. In 1999 staakt het de productie in Amerika vanwege onvoldoende vraag. Acordis telt circa 19 duizend werknemers en heeft een omzet van circa 3 miljard euro. Het plant een verzelfstandiging maar door de slechte resultaten wordt dit uitgesteld. Twee duizend mensen verliezen hun baan, waarvan 320 in Nederland.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

CVC: wereldwijde private equity en investeringsadvies maatschappij opgericht in 1981, met een netwerk van 18 vestigingen en 160 medewerkers door Europa, Azië en de Verenigde Staten. CVC's fondsen voor haar huidige investeringen komen uit het CVC Fund IV, CVC Asia II en het CVC Tandem Fund met circa \$30 miljard onder beheer.

Acties en reacties

CVC capital biedt 825 miljoen euro op Acordis. Het aandeel Akzo Nobel stijgt hiermee 6.2%. Het management wordt in de deal betrokken en CVC maakt bekend dat het Acordis 'rijp wil maken' voor een beursgang.

Standpunten andere partijen

Vakbond: FNV reageert geagiteerd over het banenverlies bij Acordis in 1999 (nog voor het bod van CVC). Het overlegt over acties. Op het bod van CVC wordt 'positief argwanend' gereageerd: het wil CVC houden aan de afspraken over behoud van arbeidsplaatsen dat met Akzo Nobel is gemaakt. Het steunt de staking die volgt nadat het bod is geaccepteerd.

Ondernemingsraad: Reageert ook 'positief argwanend' op het bod. Reageert negatief op het latere opsplitsen van Acordis.

VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

Acordis wordt verkocht. CVC wil een vestiging in Steenberghe verkopen aan de Tilburgse textielabrikant Van Maren, wat ontslagen oplevert. De medewerkers van Acordis in Steenberghe beginnen een wilde staking, maar gaan op aandringen van de vakbonden weer aan het werk. Later wordt er echter met goedkeuring van de vakbonden gestaakt.

Acordis houdt in 2001 op te bestaan, aangezien het in stukken wordt verkocht. Aan de beursgang wordt niet langer gewerkt. Er verdwijnen banen en fabrieken sluiten. In 2004 komt echter naar buiten dat nog niet voor elk onderdeel een koper is gevonden. Analisten schatten dat het verkoop van de onderdelen dan al een flinke winst hebben opgebracht voor CVC.

Er volgt bij Akzo Nobel een tweede dochter die naar de beurs wil en waarbij later private equity spelers een rol spelen: Akzo Nobel wil Organon, de farmadivisie, in 2006 naar de beurs brengen, wat het aankondigt in februari 2006. Akzo wil in eerste instantie 20% tot 30% op de beurs verkopen omdat het zelf ook nog veel mogelijkheden ziet in het bedrijf. De beursgang lijkt echter enige vertraging op te lopen en wordt gepland in begin 2007.

Het komt naar buiten dat Akzo Nobel veel aanbiedingen van private equity fondsen heeft gehad van private equity fondsen. Om deze belangstelling ordelijk af te handelen, krijgen alle geïnteresseerden de gelegenheid een indicatief bod te doen. Reuters meldt dat drie groepen een bod doen. De eerste is een combinatie van KKR, Warburg Pincus en CVC. De tweede bestaat uit Blackstone, Bain Capital, Alpinvest, Apax, en Texas Pacific group. De derde groep is Cinven, Carlyle en BC Partners. The Wall Street Journal meldt dat er ook nog een vierde groep is.

Akzo Nobel maakt bekend dat het vasthoudt aan het voornemen om Organon naar de beurs te brengen. Het stelt niet alleen naar de hoogte van de biedingen te hebben gekeken, maar ook naar de belangen van andere stakeholders. Het begin van de beursnotering wordt gezet op 27 maart 2007. Op 13 maart komt echter naar buiten dat Organon verkocht wordt aan farmabedrijf Schering-Plough, na een bod van 11 miljard euro. Volgens Schering-Plough zullen voor de synergie banen moeten verdwijnen, maar is de acquisitie vooral gericht op groei. FNV meldt in een persbericht dat het werknemersbelang het onderspit heeft gedolven bij de verkoop van Organon. Organon verwerft een Amerikaans bedrijf.

Classificaties

Initiatief: private-equity

Jaar: 1999

Aantal biedende partijen: onbekend

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: nee

(Geplande) afstotingen: ja

(Geplande) ontslagen: ja

Casus 19. KPN (De Telefoongids)

KPN wil de Telefoongidsen verkopen. Er melden zich verschillende kopers, maar nadat KPN een vraagprijs van 500 miljoen euro bekendmaakt, blijft alleen een combinatie van investeringsmaatschappijen over.

De onderneming en afdeling: KPN en de Telefoongids

KPN is een Nederlands telecommunicatiebedrijf, dat in 1989 is verzelfstandigd en daarvoor onderdeel was van PTT. In 1994 gaat het bedrijf naar de beurs. Na grote investeringen in UMTS-licenties zit KPN in het begin van de 21e eeuw met een hoge schuld, en kondigt het een schuldenreductieprogramma aan.

De telefoongids heeft 450 medewerkers, en heeft een omzet van boven de 100 miljoen euro. Grote concurrent is de Gouden Gids.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

3i: 3i is een FTSE100 onderneming en een grote speler op het gebied van private equity en venture kapitaal. 3i richt zich in de meeste sectoren op buy-outs, groeikapitaal en venture kapitaal, in Europa, de V.S. en Zuidoost Azië. De 3i Europese buy-out tak begeleidt middenmarkt buy-outs tot 1 miljard Euro. Met het beheer van investeringen van 3 miljard in meer dan 60 ondernemingen in heel Europa investeert het bedrijf in alle sectoren, maar richt zich met name op media, gezondheidszorg en ondersteunende diensten voor ondernemingen.

VSS: Afkorting voor Veronis Suhler Stevenson. VSS is een onafhankelijke financieringsbank gespecialiseerd in de media-, communicatie- en informatiebranche. Het bedrijf, gekapitaliseerd op US\$1 miljard, kocht samen met 3i Fonecta, een uitgever van telefoongidsen.

Acties en reacties

KPN kondigt juni 2001 aan dat de gidsen niet meer tot de kernactiviteiten behoren. Wanadoo toont interesse. KPN vindt het bod van Wanadoo echter de laag en Wanadoo trekt zich terug. Er zijn dan nog drie andere bieders:

twee financiële partijen en een telecombedrijf. Ad Scheepbouwer meldt dat de gidsen 500 miljoen euro moeten opbrengen.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reacties gevonden

Ondernemingsraad: geen reacties gevonden

VEB: geen reacties gevonden

Uitkomst

De Britse investeringsmaatschappij 3i en de Amerikaanse investeerder VSS werken samen en bieden 500 miljoen euro. Het management neemt 5 miljoen voor haar rekening. Het bod wordt geaccepteerd.

De telefoongids fuseert met Fonecta en Mediatel. De groep gaat YBR heten. Het onderzoekt de mogelijkheden voor een beursgang of een verkoop. Uiteindelijk wordt het verkocht aan de Australische investeringsmaatschappij Macquarie Capital Issuance Group.

Classificaties

Initiatief: Bedrijf

Jaar: 2002

Aantal biedende partijen: onbekend (minstens 2)

Aantal bieders winnende partij: 3

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Participatie management: ja

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 20. Wolters Kluwer

Wolters Kluwer wil zijn wetenschappelijke tak afstoten. Het wordt gekocht door Candover en Cinven, en wordt samengevoegd met BertelsmannSpringer.

De onderneming en afdeling: Wolters Kluwer en Kluwer Academic Publishing

Wolters Kluwer is een Nederlandse uitgeverij die ontstond door de fusie in 1987 van uitgeverijen Kluwer en Wolters-Samsom. Het bestaat uit Wolters Kluwer Health, Wolters Kluwer Corporate & Financial Services, Wolters Kluwer Tax, Accounting & Legal en Wolters Kluwer Legal, Tax & Regulatory Europe. Het bedrijf is beursgenoteerd en laat in de twintigste eeuw een flinke groei zien. Eind twintigste eeuw wordt gesproken over een fusie met Reed Elsevier, als het de bedrijven moeilijker gaat. De fusie gaat niet door, en Wolters Kluwer wil via internet verder groeien.

De wetenschappelijke tak, genaamd Kluwer Academic Publishing (KAP), heeft een omzet van 150 miljoen euro. In 2002 staat de marge enigszins onder druk. KAP geeft 675 wetenschappelijke tijdschriften uit, en meer dan 1200 boektitels per jaar.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Candover: Candover is een Europese durfkapitalist die zich richt op grote Europese buy-outs. Sinds de oprichting in 1980 heeft Candover voor meer dan 18 miljard euro geïnvesteerd in 113 buyouts. Candover investeert op twee manieren in transacties, via Candover Investments plc, een beursgenoteerde beleggingsmaatschappij, en via fondsen onder het beheer van de 100% dochteronderneming Candover Partners. Candover sloot het Candover 2001 Fund af in juni 2002, en haalde daarbij 2,7 miljard EUR op.

Cinven: een Britse groep met kantoren in Frankfurt, Londen, Milaan en Parijs. Het heeft anno 2006 meer dan 55 mil-

jard euro geïnvesteerd. Cinven's investeringen zijn onder meer Altice One (kabelbedrijf - 525 miljoen), Numéricable (kabelbedrijf - 528 miljoen), Eutelsat (satellietbedrijf - 4,4 miljard), en World Directories (2,1 miljard).

Acties en reacties

Begin 2002 maakt Wolters Kluwer de verkoop van Kluwer Academic Publishing bekend. Het wil het geld gebruiken voor het versterken van andere divisies. Goldman Sachs begeleidt de verkoop, en krijgt verschillende biedingen binnen. The Financial Times noemt in oktober de Britse uitgever Taylor & Francis, de Amerikaanse uitgever John Wiley, en private equity partijen Cinven en Candover.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

Voor 600 miljoen euro gaat Academic Publishers naar Cinven en Candover. Het management participeert. Cinven en Candover melden acquisities te willen plegen. Het biedt op de uitgever BertelsmannSpringer, onderdeel van het Duitse Bertelsmann, en wint met een bod van 1,05 miljard euro. Academic Publishers en BertelsmannSpringer worden samengevoegd onder de naam Springer. Het is op een na grootste wetenschappelijk uitgever ter wereld, na Reed Elsevier.

In februari 2004 treedt Derk Haank aan om Springer gereed te maken voor een beursgang. De fysieke productie van publicatie verhuist naar India. Er verdwijnen circa 200 banen bij Springer, waarvan 100 in Dordrecht. Andere kleinere acquisities volgen.

Classificaties

Initiatief: bedrijf

Jaar: 2002

Aantal biedende partijen: 3

Aantal bieders winnende partij: 2

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: ja

Casus 21. Numico (vitamine-afdeling)

De onderneming en afdeling: Numico, GNC en Unicity

In 1896 is, in Zegwaard het huidige Zoetermeer, de voorloper van het Numico-concern door Martinus van der Hagen opgericht: de Stoomzuivelfabriek. Niet lang daarna werd het bedrijf hernoemd naar Nutricia. In 1998 werd het wederom hernoemd om een groter onderscheid te maken tussen de dochterondernemingen en de holdingsmaatschappij. Numico is gespecialiseerd in voedingen voor baby's en klinische instellingen. De producten variëren van diverse formules in zuigelingenvoeding tot gespecialiseerde voeding voor baby's met specifieke behoeften. De vitamineafdelingen zijn GNC, Rexall en Unicity. Unicity wordt in 1999 voor 1,8 miljard dollar overgenomen, GNC kost \$ 2,5 miljard. Rexall is in 2000 voor \$ 1,8 miljard overgenomen. GNC maakt hoogwaardige vitamine-producten die het verkoopt in eigen winkels. Rexall produceert vitaminen voor supermarkten en drogisterijen. Unicity brengt de vitaminen via de Tupperware methode aan de man.

Bennink sluit niet uit zich terug te trekken uit vitaminen, na tegenvallende kwartaalcijfers in 2002. GNC ziet de verkopen met 5,6% dalen, Rexall met 23%, en Unicity met 16%. De vitamineafdelingen behalen wel 60% van de

totale omzet. Numico moet 1,77 miljard euro aan betaalde goodwill afboeken op de overnames. Het bedrijf kampt anno 2002 met een schuld van 2,65 miljard euro.

Hedgfondsen en/of private equity partijen

Apollo: Apollo is een van de grote Amerikaanse private-equitygroepen. Ze participeerde onder meer aan de overnames van de casino-uitbater Harrah's Entertainment (16,8 miljard dollar) en van de vastgoedgroep Realogy (7,4 miljard dollar). Het beheert met 70 mensen voor \$ 25 miljard aan fondsen.

Acties en reacties

Rexall wordt eind 2002 ter verkoop aangeboden. Numico gaat zich richten op de sterk groeiende, specialistische voedingsmiddelen met hoge marges. Ook Unicity gaat in de verkoop. Een volgt een totale reorganisatie. Er wordt een intentieverklaring voor de verkoop van Unicity met Activated Holdings LLC afgesloten. Numico-commissaris Bill Watts maakt bekend geïnteresseerd te zijn in GNC. Hij werkt hiervoor samen met een Amerikaanse investeringsmaatschappij.

Standpunten andere partijen

Vakbond: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB stelt vragen over het slecht functioneren van de verantwoordelijken voor de aankopen van de vitaminedochters.

Uitkomst

Rexall wordt verkocht voor \$ 250 miljoen aan het Amerikaanse NBTY. NBTY is een producent en distributeur van voedingssupplementen. Unicity wordt verkocht aan het management, en niet zoals eerder de bedoeling was aan Activated Holdings. Activated Holdings LLC is een particuliere investeringsmaatschappij, gevestigd in New York. Het beheert circa 2 miljard dollar en is in handen van een rijke familie. GNC wordt voor \$750 miljoen verkocht aan Apollo. Bekend wordt dat 5 partijen een boekenonderzoek hadden gedaan bij GNC.

In 2007 komt er een bod op heel Numico van Danone.

Classificaties (GNC)

Initiatief: bedrijf

Jaar: 2003

Aantal biedende partijen: 5

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: nee

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 22. DSM

Bakkerijgisten passen niet meer in de voedingsstrategie van DSM. Gilde blijkt geïnteresseerd en koopt de divisie.

De onderneming en afdeling: DSM en Bakery Ingredients

DSM is wereldwijd actief op het gebied van producten voor de voedingsindustrie en de farmaceutische industrie, hoogwaardige materialen en industriële chemicaliën. DSM's strategie is gericht op versnelde winstgevende en innovatieve groei van de specialty-activiteiten van de onderneming. De pijlers van deze strategie zijn marktgedreven groei en innovatie en uitbreiding in opkomende economieën. DSM heeft een jaaromzet van ruim €8

miljard en biedt werk aan ca. 22.000 mensen wereldwijd. DSM koopt in 1998 voor omgerekend 1,31 miljard euro Gist-Brocades, waar een bakkerijgistdivisie deel van uitmaakt. Voor 2005 maakt DSM bekend dat het zich richtten op voedingsingrediënten die gezondheidsbevorderend zijn. Bakkerijgisten passen dan niet meer in de voedingsstrategie van DSM. Het verwacht ook weinig groei in de productie van gist voor bakkerijen.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Gilde Buy Out Partners: private equity investeerder met kantoren in Nederland, Frankrijk, en Zwitserland. Sinds de oprichting in 1982 heeft het bedrijf naar eigen zeggen in meer dan 200 ondernemingen geïnvesteerd. Gilde specialiseert zich in *buyouts*, en beheert meer dan 1.5 miljard euro.

Acties en reacties

Gilde blijkt geïnteresseerd in de bakkerijgistdivisie, en biedt 197,5 miljoen euro. Dit is acht keer EBITDA. De divisie boekte in 2004 een omzet van 350 miljoen. Het blijkt dat Associated British Foods ook geïnteresseerd is.

Standpunten andere partijen

Vakbond: Bij de verkoop van de bakkerijtak door DSM aan investeringsmaatschappij Gilde moeten de cao, de pensioenen, het sociaal plan en het overlegmodel met de bond intact blijven, eist FNV Bondgenoten. Bestuurder Henk van Rees is “voorzichtig positief” over de verkoop, “met gemengde gevoelens en bepaalde reserves”.

Ondernemingsraad: geven een positief advies af over de verkoop

VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

De Europese Unie geeft groen licht voor de overname door Gilde. 1 juli 2005 wordt de verkoop afgerond.

Voor DSM blijven nog een paar onderdelen van de bakkerij-ingrediëntendivisie over. Ook deze worden verkocht. Koper hiervan is Daniel Mills & Sons.

Classificaties

Initiatief: bedrijf

Jaar: 2005

Aantal biedende partijen: 2

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: nee

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 23. Philips (chipdivisie)

Philips wil de chipdivisie naar de beurs brengen. Dan bieden private-equity partijen, en de chipdivisie wordt aan een combinatie van deze partijen verkocht.

De onderneming en afdeling: Philips en de chipdivisie

Philips stamt uit 1891 en is opgericht in Eindhoven. Het bestaat anno 2000 uit de afdelingen Consumenten, Medisch, Lighting, Personal Care, en Semiconductors (halfgeleiders/chipdivisie). Het bedrijf is een van de grootste electronica-bedrijven ter wereld en is over het algemeen winstgevend. Wel zijn de winsten volatiel. Philips denkt dat kostenbesparingen gecombineerd met een focus op innovatie de resultaten van het bedrijf minder volatiel maken.

Philips is in grootte de derde halfgeleiderproducent van Europa. In 2004 staat de vraag naar chips voor dvd-spelers en mobiele telefoons onder druk. In het derde kwartaal haalt de chipdivisie een omzet van 1388 mil-

joen en een resultaat van 186 miljoen euro. Eind 2005 kondigt Philips aan te gaan besparen bij de chipdivisie. Onderzoekskosten en personeelskosten worden verlaagd. Philips overweegt de chipdivisie te fuseren met een derde partij, te verkopen, of naar de beurs te brengen.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Kohlberg, Kravis, en Roberts (KKR): een Amerikaanse private equity investeerder met een concentratie op LBOs. Ze zijn actief in vele landen en behoren tot de allergrootste van de wereld. KKR zijn de zogenoemde barbaren in de bestseller 'barbarians at the gate,' over de LBO van Nabisco voor circa 25 miljard dollar.

Silver Lake Partners: Silver Lake Partners is een private equity bedrijf dat zich uitsluitend richt op grootschalige investering in technologie en gerelateerde groeibranches. Silver Lake's missie is om te functioneren als partner met toegevoegde waarde voor de management teams van de mondiale vooraanstaande technologiefranchises. Haar portfoliobedrijven zijn technologiebedrijven zoals Avago, Flextronics, Gartner, IPC Systems, NASDAQ, Network General, Seagate Technology, Serena Software, SunGard Data Systems, Thomson en UGS.

Alpinvest: Nederlandse investeringsmaatschappij met kantoren in Amsterdam, New York, en Hong Kong. Alpinvest beheert private equity beleggingen van ABP en PGGM. Het is een joint venture tussen ABP en PGGM, het pensioenfonds voor de gezondheidszorg.

Bain Capital is een internationale private equity investeerder. Bain Capital heeft voor zo'n 40 miljard euro steken in 230 bedrijven wereldwijd, zoals in Jack Wolfskin, Samsonite, en Seat.

Apax: Britse private equity partij die vooral investeert in de sectoren Media, Telecom, IT, Gezondheidszorg, Retail en Financiële dienstverlening. Het heeft belangen in meerdere Europese mediabedrijven op de gebieden van dagbladen televisiestations en radiozenders. Het beheert circa 12 miljard euro.

Acties en reacties

Midden 2006 wordt bekend dat de chipdivisie naar de beurs gaat. Gesprekken hebben niet geleid tot een strategische samenwerking: potentiële kopers hebben wel interesse in delen, maar niet in de hele divisie. De Wall Street Journal meldt dat Philips biedingen ontvangt van private-equity partijen. Het bod zou circa 8 miljard euro bedragen. Verschillende partijen worden genoemd.

Standpunten andere partijen

Vakbond: bij de aankondiging van de beursgang wordt bekend dat dit een effect kan hebben op de werkomgeving. FNV reageert negatief. Bij het winnende bod van private-equity spelers meldt de FNV ook verontrust te zijn.

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: Door de verkoop van de chipdivisie krijgt het bestuur van Philips een bonus van 1 miljoen euro. Dit roept tegenstand op van de VEB.

Uitkomst

Een belang van 80.1% van de chipdivisie wordt voor 6,4 miljard euro verkocht aan investeringsmaatschappijen KKR, Silver Lake Partners, en Alpinvest. Het overige belang blijft in de handen van Philips. Er volgen dividenden en aandeelinkopen. Naar buiten komt dat ook Bain Capital en Apax meedoen met het bod. De divisie gaat NXP heten. Na een verlies in 2005 behaalt de divisie in 2006 wel winst.

Classificaties

Initiatief: private equity

Jaar: 2006

Aantal biedende partijen: onbekend

Aantal bieders winnende partij: 5

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 24. TNT (logistieke afdeling)

Om de focus te verkleinen zoekt TNT een overnamekandidaat voor de logistieke afdeling. Na onderhandelingen met meerdere partijen gaat de afdeling naar private-equity speler Apollo Management.

De onderneming en afdeling: TNT en logistiek

PTT Post ontstaat in 1752 als de Statenpost. De oorsprong van TNT ligt in Australië. Daar startte Ken Thomas in 1946 een eigen bedrijf, Thomas Nationwide Transport, met een wagenpark van één vrachtwagen. PTT (KPN) neemt TNT in 1996 over, maar gaat wel TNT heten. Als holding stelt TNT de agenda vast van zowel de groep als geheel als van de afzonderlijke divisies. TNT biedt een uitgebreid scala aan wereldwijde diensten op het gebied van collectie, sortering, transport en distributie van diverse soorten zendingen binnen specifieke tijdsaders. Daarnaast biedt het gerelateerde datadiensten.

Eind 2005 komt naar buiten dat private-equity ondernemer Cornelis Geber interesse heeft in een overname van TNT. Hij zou bezig zijn met het samenstellen van een alliantie.

De logistieke tak van TNT heeft een jaaromzet van circa 4 miljard. De marges in deze industrie zijn volgens een presentatie van bestuursvoorzitter Peter Bakker de afgelopen tien jaar gehalveerd tot onder de 4%. De logistieke tak is actief in Europa, Noord- en Zuid-Amerika, Azië en Australië.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Apollo: Apollo is een van de grote Amerikaanse private-equitygroepen. Ze participeerde onder meer aan de overnames van de casino-uitbater Harrah's Entertainment (16,8 miljard dollar) en van de vastgoedgroep Realogy (7,4 miljard dollar). Het beheert met 70 mensen voor \$ 25 miljard aan fondsen.

Acties en reacties

Tijdens een persconferentie in december 2005 maakt TNT bekend de divisie Logistiek, met een omzet dat jaar van 3,4 miljard, te willen verkopen. Het wil zijn focus verscherpen; hiernaast hebben ook enkele aandeelhouders kritiek op de divisie. Verschillende bedrijven en private-equity spelers worden genoemd, en geruchten gaan dat er vele bieders zijn, maar alles blijft tot maart 2006 onofficieel. In maart maakt het Zwitserse logistieke concern Kuehne en Nagel bekend geïnteresseerd te zijn geweest, maar het vindt de vraagprijs 'veel te hoog' en het haakt af. De prijs wordt als tussen de 1,5 en 1,8 miljard genoemd. Peter Bakker maakt in een interview met Bloomberg bekend minimaal 1,15 miljard als bod te willen hebben. Bekend wordt dat nu alleen nog private-equity spelers in de race zijn.

Standpunten andere partijen

Vakbond: Als bekend wordt dat enkel nog PE-spelers bieden, kondigen de internationale vakbonden in de Financial Times aan dat zij zullen vechten om de werknemersrechten van de 37.000 werknemers van de Logistiek-divisie te beschermen. De vakbonden zijn volgens het FD boos omdat zij niet zijn geraadpleegd over de verkoop. TNT laat in een reactie weten verbaasd te zijn over de kritiek, omdat 'we altijd heel constructief hebben samengewerkt'.

Ondernemingsraad: FNV Bondgenoten dringt samen met FNV Abvakabo en de Vakcentrale aan op een sociale koper voor TNT Logistics. Dat schrijft FNV-voorzitter Agnes Jongerius in een brief aan de TNT-directie.

VEB: VEB is onder andere benieuwd of het wegvallen van verbindingen tussen Post, Express en Logistiek invloed zal hebben op de exploitatie en rentabiliteit. Ceo Bakker verwacht geen grote effecten van het uiteenvallen van het netwerk voor Post en Express.

Uitkomst

Op 23 augustus 2006 verschijnt een persbericht waarin gemeld wordt dat de verkoop zal geschieden aan Apollo Management. De prijs is ca. 1,5 miljard. TNT kondigt gelijk aan voor 1 miljard aandelen terug te kopen. Volgens TNT heeft Apollo toegezegd dat er geen ontslagen zullen vallen. De naam verandert in Ceva Logistics.

Classificaties

Initiatief: bedrijf

Jaar: 2006

Aantal biedende partijen: onbekend

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: nee

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

Casus 25. Unilever (diepvriesafdeling)

Unilever onderzoekt wat te doen met de diepvriesafdeling, als verschillende kopers zich melden. Winnaar wordt investeerder Permira.

De onderneming en afdeling: Unilever en diepvriesactiviteiten

Hoewel Unilever in 1930 is ontstaan, bestaan de bedrijven die verenigd zijn in Unilever al langer. Onderdelen van Unilever zijn o.a. ijs (OLA, Hertog, Ben & Jerry's), margarine (Blue Band, Becel), olijfolieproducten (Bertolli), soepen (Unox) en sauzen (Calvé), maaltijden en maaltijdcomponenten (Knorr), thee en ijsthee (Lipton), was- en reinigingsmiddelen (Omo, Cif) en producten voor persoonlijke verzorging (Dove, Axe, Andrélon).

Anno 2004 heeft Unilever moeite de omzetgroei in stand te houden door de economische omstandigheden en concurrentie vanuit Azië. Het zoekt naar kostenreductie en gaat zich profileren met het thema 'vitaliteit'.

De diepvriesafdeling (o.a. Iglo, Mora) heeft het vooral moeilijk in 2004, mede door veranderende consumentenvoorkeuren (kant- en klaarmaaltijden, sappen). De omzet daalt met 3,4% tot 6,63 miljard euro. Unilever overweegt een verkoop van deze activiteiten en schakelt Goldman Sachs in om de opties te onderzoeken. Ijs maakt geen deel uit van de te verkopen activiteiten, evenals activiteiten in Amerika en Italië.

Hedgefondsen en/of private equity partij

Capvest: private-equity tak van verzekeringsbedrijf AIG. Kocht in 2002 de zeevisverwerker Young's Bluecrest. Koopt ook diepvriesmerk Finus in Scandinavië over van investeringsmaatschappij EQT.

Apax: Britse private equity partij die vooral investeert in de sectoren Media, Telecom, IT, Gezondheidszorg, Retail en Financiële dienstverlening. Het heeft belangen in meerdere Europese mediabedrijven op de gebieden van dagbladen, televisiestations en radiozenders. Het beheert circa 12 miljard euro.

Candover: Candover is een Europese durfkapitalist die zich richt op grote Europese buy-outs. Sinds de oprichting in 1980 heeft Candover voor meer dan 18 miljard EUR geïnvesteerd in 113 *buyouts*. Candover investeert op twee manieren in transacties, via Candover Investments plc, een beursgenoteerde beleggingsmaatschappij, en via fondsen onder het beheer van de 100% dochteronderneming Candover Partners. Candover sloot het Candover 2001 Fund af in juni 2002, en haalde daarbij 2,7 miljard EUR op.

Permira: een private equity speler uit het Verenigd Koninkrijk. Het dient als adviseur voor 18 Permira fondsen, met een waarde van circa 11 miljard euro. Deze fondsen hebben vanaf 1985 in 280 transacties geïnvesteerd, verspreid over 15 landen.

Acties en reacties

De Britse krant The Business meldt dat Apax en Candover een bod overwegen uit te brengen van 1,5 miljard euro. Ook investeringsmaatschappij Capvest wordt genoemd. Unilever maakt bekend dat er veel belangstelling is. Verschillende kranten komen met verschillende namen, waaronder Permira en het Ierse voedingsbedrijf Kerry.

Standpunten andere partijen

Vakbond: FNV organiseert voorafgaand aan de AVA een protestactie tegen het 'doorgeschoten' aandeelhoudersbelang. Niet bekend is of dit samenhangt met het verkopen van de diepvriesactiviteiten.

Ondernemingsraad: De OR maakt zich ook zorgen over de studie naar de diepvriesdivisie. 'Het gaat om sterke merken die al heel lang bij de onderneming zijn die nu mogelijk buiten de deur worden gezet', zegt de Duitse OR-voorzitter Baltes. De OR vraagt om twee jaar uitstel en wil in de tussentijd naar alternatieven zoeken.

VEB: geen reactie gevonden

Uitkomst

Permira komt met een winnend bod van 1,7 miljard euro. Het gaat om merken als Iglo en Birds Eye, met een omzet van 1,2 miljard. Unilever meldt nu klaar te zijn met de desinvesteringen.

Classificaties

Initiatief: bedrijf

Jaar: 2006

Aantal biedende partijen: onbekend

Aantal bieders winnende partij: 1

Bieder(s) voor bod al meerderheidsbelang: nee

Management participeert: ja

(Geplande) afstotingen: nee

(Geplande) ontslagen: nee

APPENDIX B. HEDGEFONDS CASUSSEN

Casus 26: Koninklijke/Shell Groep

In 2004 koopt vermogensbeheerder Knight Vinke aandelen Koninklijke/Shell Groep om vervolgens te laten weten dat ze op korte termijn een einde dient te maken aan de onduidelijke bedrijfsstructuur. Koninklijke/Shell Groep heeft een Brits en een Nederlands bestuur zodat volgens Knight Vinke onduidelijk is wie er in dat bedrijf de leiding heeft. Knight Vinke wil in plaats van deze dubbele directie een enkelvoudige directie invoeren. Op een buitengewone aandeelhoudersvergadering stemmen de overige aandeelhouders nagenoeg unaniem in met het voorstel tot het beëindigen van de dubbele bestuursstructuur waarna Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij en Shell Transport & Trading fuseren tot Royal Dutch Shell in 2005.

De onderneming: Koninklijke/Shell Groep

De Koninklijke/Shell Groep is een van de grootste oliemaatschappijen ter wereld en komt in 1907 tot stand door een combinatie van de Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij en het Britse Shell Transport & Trading. Het bedrijf kent twee houdstermaatschappijen: het Nederlandse Koninklijke Olie heeft 60 procent van het bedrijf in handen en het Britse Shell Transport heeft de resterende 40 procent in bezit. De twee houdstermaatschappijen werken op een gecompliceerde manier samen om hun gezamenlijke bedrijf aan te sturen. Koninklijke Olie kent twee bestuursorganen: een raad van bestuur voor de dagelijkse leiding en een toezichthoudende raad van commissarissen. Shell Transport daarentegen heeft een bestuur bestaande uit executives (bestuursleden) en non-executives (toezichthouders). Via diverse commissies besturen de twee houdstermaatschappijen het gecombineerde bedrijf. Zo bestaat het "Committee of Managing Directors" (CMD) uit de Nederlandse bestuurders en de Britse executives en de "Group Audit Committee" (GAC) uit de Nederlandse commissarissen en de Britse non-executives. Daarnaast is er een zogeheten "Conference" waarbij de voltallige besturen van Koninklijke Olie en Shell Transport en topfunctionarissen van de divisies aanwezig zijn.

In januari 2004 blijkt dat Koninklijke/Shell Groep over minder grote oliereserves beschikt, dan vermeld in het jaarverslag. De koers van het aandeel daalt fors na bekendmaking van het nieuws. De gebeurtenissen volgen elkaar dan snel op. De commissarissen en non-executives grijpen in en ontslaan Phil Watts, algemeen directeur en voorzitter van Shell Transport & Trading, en Walter van de Vijver, bestuurslid van Koninklijke Olie. Koninklijke/Shell Groep ziet zich gedwongen de publicatie van het nieuwe jaarverslag uit te stellen en blijft haar olie- en gasreserves tot vier keer toe naar beneden bijstellen. Ook financieel verantwoordelijke Judy Boynton moet opstappen.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Knight Vinke Asset Management is een Amerikaanse vermogensbeheerder die gespecialiseerd is in aandeelhoudersactivisme. Knight Vinke belegt in beursfondsen die problemen hebben met hun bedrijfsstructuur en/of die niet voldoen aan huidige maatstaven van goed ondernemingsbestuur. De vermogensbeheerder neemt vervolgens contact op met het bestuur van het bedrijf met het verzoek de problemen aan te pakken. Door de bestuurders oplossingen aan te dragen en te bewegen die door te voeren haalt Knight Vinke waarde uit het bedrijf. Hierbij zoekt Knight Vinke steun bij overige aandeelhouders om de druk op het bestuur verder op te voeren. Knight Vinke is in 2003 opgericht met \$200 miljoen startkapitaal afkomstig van het Amerikaanse pensioenfonds CalPERS. Eric Knight, eigenaar van Knight Vinke, heeft Nederlandse wortels en ontplooit een groot gedeelte van zijn activiteiten in Nederland. Zo weet hij (gesteund door twee Amerikaanse beleggingsfondsen Fidelity en Templeton) de door VNU geplande overname van de Amerikaanse medische dataleverancier IMS Health tegen te houden. Daarnaast verzet hij zich tegen de inefficiënte structuur van het Franse Suez eind 2004. Knight stelt dat Suez ofwel zijn energiedivisie moet afsplitsen of het Belgische elektriciteitsbedrijf Electrabel volledig moet integreren. Suez kiest voor het laatste.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

Een aantal activistische aandeelhouders, waaronder Knight Vinke en het Amerikaanse pensioenfonds CalPERS, hebben kritiek op de dubbele bestuursstructuur van Koninklijke/Shell Groep en willen hieraan een einde maken. Zij stellen dat een gedeelte van de fouten inzake de oliereserves te wijten is aan de ondoorzichtige bestuursstructuur van Shell. Knight Vinke benadert grote institutionele beleggers en samen met beleggers die een kleine tien procent van de aandelen vertegenwoordigen wordt een gesprek gevoerd met Jeroen van der Veer (bestuursvoorzitter) en Aad Jacobs (president-commissaris).

Knight Vinke wil daarnaast dat Koninklijke/Shell Groep zijn oliereserves door een externe deskundige laat toetsen. De vermogensbeheerder stelt dat Koninklijke/Shell Groep te drastisch te werk is gegaan met het neerwaarts bijstellen van haar bewezen olie- en gasreserves. Volgens Knight Vinke bestaat er een algemeen wantrouwen onder beleggers jegens de gepresenteerde reserves van oliebedrijven en zou het vertrouwen kunnen worden hersteld indien er een onafhankelijk extern oordeel gegeven zou worden omtrent de omvang van de olie- en gasreserves. Bovendien zouden beleggers ook behoefte hebben aan verdere informatie over de reserves van Shell.

Reactie van de onderneming

Koninklijke Olie doet afstand van zijn prioriteitsaandelen na de kritiek op de bestuursstructuur. Aandeelhouders krijgen daardoor meer invloed op de benoeming van directie en commissarissen. Koninklijke/Shell Groep stelt tevens een stuurgroep in om te onderzoeken welke veranderingen nodig zijn in de manier waarop het olieconcern wordt aangestuurd. Aanvankelijk is niet bekend welke personen in de stuurgroep zitting hebben; na een publieke oproep van Knight Vinke wordt dit later bekend gemaakt. De stuurgroep zal in november 2004 met een voorstel komen. Knight Vinke vindt dit onnodig lang duren en wil dat aandeelhouders twee mensen mogen benoemen in deze commissie om mee te denken en te beslissen over de toekomst van de onderneming. Echter Koninklijke/Shell Groep verzet zich tegen dit voorstel omdat deze aandeelhouders dan als eerste over koersgevoelige informatie zouden kunnen beschikken. Eind oktober wordt een aankondiging gedaan dat de twee houdstermaatschappijen fuseren en dat wordt overgestapt op een Angelsaksisch bestuursmodel. Koninklijke/Shell Groep is echter niet voornemens om een externe deskundige haar gas- en oliereserves te laten controleren. Het olieconcern blijft dit zelf doen met behulp van interne controleurs en een met behulp van een externe expert.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: weigert bestuurders en commissarissen decharge te verlenen tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders in 2004 wegens de problemen met de oliereserves. De VEB denkt dat de kwaliteit en snelheid van het besluitvormingsproces bij Koninklijke/Shell Groep zal verbeteren na invoering van een enkelvoudige directie.

Uitkomst

Shell heeft de fusie tussen de twee houdstermaatschappijen voorgelegd aan de aandeelhouders in een buitengewone vergadering. De aandeelhouders hebben bijna unaniem besloten om de twee bedrijven te fuseren tot Royal Dutch Shell plc. Hiermee is een einde gekomen aan de dubbele bedrijfsstructuur en heeft de onderneming een Angelsaksisch bestuursmodel met een CEO aan het hoofd van het bedrijf en een bestuursorgaan bestaande uit zowel uitvoerende directeuren (executives) als toezichhoudende directeuren (non-executives). Het is niet duidelijk of Knight Vinke reeds (een gedeelte van) haar aandelen in Koninklijke/Shell Groep heeft verkocht. Eric Knight heeft gezegd voornemens te zijn om de aandelen Koninklijke/Shell Groep te verkopen bij het bereiken van een koersdoel van 60 euro per aandeel.

Classificatie

Naam vennootschap: Koninklijke/Shell Groep; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2004; Naam fonds: Knight Vinke Asset Management; Land van herkomst: VS; Initieel belang: minder dan 1%; Samenwerking met andere

fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: reservekwestie; Verzoek hedgefonds: governance structuur aanpassen; reserves meten; Reactie vennootschap: positief, maar terughoudend; Reactie vakbonden: geen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; weigert decharge; Medewerking: aanpassing governance structuur (afschaffen prioriteitsaandelen en duale structuur); geen onderzoek naar reserves.

Casus 27: CSM

Eind 2004 wordt CSM benaderd door twee hedgefondsen; Centaurus en Lansdowne Partners. Zij willen dat CSM het bedrijf herschikt en overgaat tot het afstoten van bedrijfsonderdelen. Gerard Hoetmer wordt de nieuwe bestuursvoorzitter van CSM en start in 2005 met een herstructureringsprogramma dat mede onder druk van activistische aandeelhouders tot stand komt. De snoep- en suikerdivisies worden verkocht en met een gedeelte van het vrijgekomen geld worden eigen aandelen ingekocht en een dividend uitgekeerd.

De onderneming: CSM

CSM begon in 1919 als de Centrale Suiker Maatschappij. De onderneming breidt haar activiteiten uit door overnames van een reeks voeding- en snoepbedrijven. Daarnaast wordt ook een melkzuurbedrijf gekocht. In 2004 is CSM een onderneming die actief is op het gebied van bakkerij-ingrediënten, zoetwaren en melkzuur. De levensmiddelentak werd in 2001 reeds afgestoten. Bestuursvoorzitter Jaap Vink investeert tussen 1997 en 2001 veel geld in de snoep- en bakkerijdivisie. Zo neemt hij in 2000 de bakkerijdivisie van Unilever over voor een bedrag van 700 miljoen euro. Door de vele overnames stijgt de schuldenlast van CSM. De snoepdivisie wordt in 2004 verkocht aan durfkapitalist CVC voor een prijs van 850 miljoen euro om de schuldenlast te verminderen. De winstmarges bij de divisie bakkerij-ingrediënten staan onder druk waardoor Vink in augustus 2004 een winstwaarschuwing moet afgeven. Later dat jaar kondigt Vink eveneens aan dat hij opstapt als bestuursvoorzitter. Hij vindt dat hij niet langer past bij het nieuwe CSM dat zich moet herstructureren. Hij laat dit over aan zijn opvolger.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Centaurus: Een Londens hedgefonds dat onder meer belegt of heeft belegd in VNU, TNT, Akzo Nobel, Vendex KBB, Getronics, Ahold, CSM, PinkRoccade, en SBM Offshore. Centaurus' fondsbeheerder en chairman is Bernard Oppetit. Deze vijftigjarige Fransman, die met vier Britse en Amerikaanse partners \$2,7 miljard beheert voor instituten uit Europa en de VS, belegt meer dan \$ 400 miljoen in Nederland: een relatief groot deel van de portefeuille. Centaurus bestaat sinds 2000. Daarvoor deed Oppetit vergelijkbare transacties voor de Franse bank Paribas in Parijs en New York.

Lansdowne Partners: Een Amerikaans hedgefonds opgericht in 1998 door Paul Ruddock en Steven Heinz. Paul Ruddock was voorheen werkzaam bij zakenbank Schroder & Co. en Steven Heinz beheerde de aandelenportefeuille van de Harvard Universiteit.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

In november 2004 treden de Amerikaanse hedgefondsen Lansdowne Partners en Centaurus naar buiten met het bericht dat naar hun mening het aandeel CSM 35 tot 65 procent ondergewaardeerd is. De twee hedgefondsen bezitten op dat moment een belang van 5 procent in CSM. De onderwaardering heeft volgens hen te maken met een onduidelijke strategie en te veel uiteenlopende bedrijfsonderdelen. De twee investeerders zien CSM als een conglomeraat dat moet worden opgesplitst. De hedgefondsen vragen de Belgische zakenbank Petercam om steun te verwerven voor dit idee. De hedgefondsen verkrijgen de steun van vermogensbeheerders Hermes Focus en Franklin Mutual Advisors. In combinatie met deze vermogensbeheerders hebben de hedgefondsen een derde van de aandelen CSM in handen. De hedgefondsen willen dat de scheidende bestuursvoorzitter Jan Vink wordt opgevolgd door de financieel directeur Roelof Hendriks. Daarnaast moet CSM efficiënter werken door het afstoten van de suikerdivisie en het melkzuurbedrijf Purac.

Reactie van de onderneming

In 2005 wordt niet de financieel directeur maar Gerard Hoetmer, afkomstig van Unilever, tot nieuwe bestuursvoorzitter benoemd. Hiermee negeert CSM de nadrukkelijke wens van de hedgefondsen Lansdowne en Centaurus. Hoetmer doet er naar mening van Hermes Focus en Franklin Mutual Advisors te lang over om met een nieuw strategisch plan te komen. Zij dringen aan op spoed. Nadat CSM in 2004 de snoepdivisie heeft verkocht (mede onder druk van hedgefondsen), verkoopt ze in 2006 ook haar suikerdivisie voor 202 miljoen euro aan Cosun. CSM gaat 250 miljoen overtollig kasgeld uitkeren in de vorm van dividend en aandeleninkoop. CSM lost tevens honderden miljoenen euro aan schulden vervroegd af. Hoetmer benadrukt dat onder zijn leiding geen plaats is voor structureel tegenvallende activiteiten. Daarnaast schaft CSM de certificering van haar aandelen af.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB vindt ook dat CSM strategisch de weg kwijt is. De VEB meent dat ook de corporate-governancestructuur van CSM moet worden aangepast. De gewone aandelen van CSM zijn gecertificeerd, waardoor het administratiekantoor de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering kan domineren. Volgens de VEB heeft dankzij de certificering het voormalige ondermaats presterende bestuur kunnen aanblijven, terwijl de gedane overnames aandeelhouderswaarde hebben vernietigd.

Uitkomst

Onder leiding van Hoetmer richt CSM zich nu volledig op de divisies bakkerijgrondstoffen en melkzuur. Beide divisies zijn geherstructureerd en in 2006 worden 1700 arbeidsplaatsen geschrapt. Kritische aandeelhouders zoals Centaurus en Hermes, staan volledig achter de nieuwe strategie van CSM. Hoetmer zegt in de media volledige ondersteuning van aandeelhouders te hebben om de voorgenomen strategie uit te voeren en dat de verhouding met de aandeelhouders uitstekend is. Eerder hebben de activistische beleggers echter aangegeven opnieuw te zullen aandringen op splitsing als het bedrijf niet goed presteert. Zij hebben met name bedenkingen over het gebrek aan synergie tussen bakkerij-ingrediënten en melkzuur. Zij zouden ook graag willen zien dat CSM het melkzuurbedrijf Purac verkoopt. CSM geeft echter niet toe aan deze wens.

Classificatie

Naam vennootschap: CSM; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2004; Naam fonds: Centaurus; Lansdowne; Land van herkomst: VK; VS; Initieel belang: 5% (met anderen 33%); Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: n.v.t.; Verzoek hedgefonds: ontslag voorzitter RvB en opvolging door financieel directeur; verkoop onderdelen; Reactie vennootschap: overwegend positief; Reactie vakbonden: geen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; Medewerking: benoeming nieuwe voorzitter RvB (niet financieel directeur) en verkoop onderdelen (tevens afschaffing certificering).

Casus 28: Unilever

Beleggers onder aanvoering van hedgefonds Mellon voeren een juridische strijd tegen Unilever. De beleggers willen een schadevergoeding, omdat Unilever cumulatief preferente aandelen converteerde in plaats van die terug te kopen tegen de uitgiftekoers.

De onderneming: Unilever

Unilever is een Brits-Nederlands voedingsmiddelenconcern en stamt uit de jaren '90 van de negentiende eeuw. Unilever keert in 1999 een superdividend uit van 16 miljard euro. Dit betreft grotendeels de opbrengst van de in 1997 verkochte chemische tak van het bedrijf. Unilever geeft aandeelhouders de keuze tussen contanten of uitkering in cumulatief preferente aandelen (cumprefs). De laatste optie is fiscaal aantrekkelijker. De particuliere

aandeelhouders zijn echter niet blij. De cumprefs zijn slecht verhandelbaar en noteren beneden de uitgifteprijs van 6,58 euro. Op 24 maart 2004 maakt Unilever bekend dat het de cumulatief preferente aandelen uit 1999 niet terug zal kopen voor 6,58 euro maar zal converteren tegen een koers van 4,52. De koers van de cumprefs daalt sterk na deze mededeling. De VEB spant een rechtzaak aan tegen Unilever en het komt tot in 2006 een schikking met Wim Dik, commissaris bij Unilever die begin oktober 2006 de opdracht krijgt om de slepende zaak af te ronden. Alle aandeelhouders die op 23 maart 2004 nabehouders in bezit waren van cumulatief preferente aandelen krijgen een schadevergoeding van 1,54 euro per aandeel. De schikking kost Unilever 300 miljoen euro.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Mellon/Fursa: Een Amerikaans hedgefonds tot 2006 onder beheer van Mellon Bank. Na de fusie tussen de Bank of New York en Mellon Bank in 2006 is het hedgefonds verzelfstandigd en bekend onder de naam Fursa. Het hedgefonds pleit ook voor de opsplitsing van het in Amsterdam genoteerde ASMI, producent van halfgeleiderapparatuur en is betrokken bij de Versatel-Telez overname.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

Mellon koopt na het bekendmaken van het nieuws een groot pakket cumprefs en rekent erop dat Unilever niet onder de eerdere verplichting uitkan om deze voor 6,58 euro terug te kopen. Unilever heeft zich naar mening van Mellon verbonden aan terugkoop en kan zich niet eenzijdig van die verplichting ontslaan. Mellon valt echter buiten de schikking die door Wim Dik met de VEB getroffen is omdat het de cumprefs pas na 23 maart heeft gekocht en dus van te voren wist dat Unilever wilde converteren. Ze vraagt de Ondernemingskamer om wanbeleid vast te stellen en spant een civiele rechtzaak aan voor een schadevergoeding van 2 euro per cumpref wat Unilever 400 miljoen euro zou kosten. Mellon probeert volgens sommigen 'hinderwaard' creëren in de hoop dat Unilever alsnog zal betalen.

Reactie van de onderneming

Unilever gaat niet nader in op de rechtzaak aangespannen door Mellon.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB verzet zich samen met andere aandeelhouders tegen de conversie van de cumulatief preferente aandelen en treft een schikking met Wim Dik, commissaris bij Unilever. De VEB staat niet achter de rechtzaak die Mellon tegen Unilever aanspant. Op het moment dat Mellon de cumprefs heeft gekocht was immers duidelijk dat Unilever van plan was deze te converteren.

Uitkomst

Advocaten denken dat de vordering van Mellon kansloos is. Mellon wist immers dat Unilever voornemens was om de cumprefs te converteren toen het de cumprefs kocht. Uitspraak in de rechtzaak niet bekend.

Classificatie

Naam vennootschap: Unilever; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2004; Naam fonds: Mellon/Fursa; Land van herkomst: VS; Initieel belang: minder dan 1%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): nee; Situatie vennootschap bij aanvang: conversie preferente aandelen; Verzoek hedgefonds: betere prijs aandelen; Reactie vennootschap: negatief; Reactie vakbonden: geen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: oneens met fonds; Medewerking: juridische procedure; uitspraak onbekend.

Casus 29: Laurus

Het hedgefonds Amber spoort Laurus in 2005 aan tot reorganisatie en het afstoten van onderdelen. Amber eist hiertoe een buitengewone aandeelhoudersvergadering in januari 2006.

De onderneming: Laurus

In 1998 ontstaat Laurus uit een fusie van de supermarkten van Vendex en De Boer Unigro. Vanaf het begin zijn er problemen door een moeizame integratie van logistieke systemen en door het hanteren van verschillende merknamen en winkelformules. Laurus besluit tot het ombouwen van de acht winkelformules tot één nieuwe Konmar formule. De verliezen lopen echter op tot 442 miljoen euro. De ombouw van alle winkels tot Konmar mislukt in 2001. Laurus gaat verder met de drie winkelformules: Edah, Super De Boer en Konmar. De prijzenoorlog tussen supermarkten en de economische teruggang zorgen ervoor dat de onderneming in financiële problemen komt. In 2002 wordt het noodlijdende bedrijf gered door het Franse supermarktconcern Casino en de banken ABN Amro, ING en Rabobank. Casino verwerft een 45 procent belang in Laurus met de optie om tot 31 december 2009 het resterende belang van de banken te kopen om zo meerderheidsaandeelhouder te worden in Laurus. Casino heeft in 2005 echter voor de tweede keer de mogelijkheid tot het verwerven van een meerderheidsbelang in Laurus uitgesteld. In 2006 gaan geruchten dat Casino haar belang wil verkopen. Laurus is naarstig op zoek naar een succesvolle nieuwe winkelformule en wil experimenteren met superstores. De banken en Casino moeten herhaaldelijk bijspringen om het concern van de ondergang te redden. Grootaandeelhouder Casino wil echter na kapitaalinjecties in 2002 en 2004 geen extra geld in de onderneming stoppen. Casino kampt zelf met dalende omzetten in haar Franse winkels en moet haar schuldenlast verminderen.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Amber Funds: Een hedgefonds gevestigd in New York. Amber Funds komt voort uit de Franse bank Société Générale. Het fonds beheert \$2,5 miljard. Het fonds heeft in Nederland ook een belang van 6,15 procent in Versatel en heeft zich geroerd in de overname van Versatel door Tele2.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

Het Amerikaanse Amber Funds verwerft in augustus 2004 een belang van 5,5 procent in Laurus om dit vervolgens in 2005 uit te breiden naar 11,5 procent. Het hedgefonds is ontevreden over het bij Laurus gevoerde beleid. Amber vreest het superstore experiment en ziet liever dat Laurus reorganiseert en onderdelen zoals Konmar afstoot. Amber is van mening dat Laurus beter af is met minder winkelformules. Laurus heeft de formules Konmar Superstores, Super DeBoer, Edah, Edah Lekker&Laag en Lekker&Laag Superstores. Amber wil dat Laurus stopt met de ombouw van Konmar winkels in Lekker & Laag Superstores. In plaats daarvan zou Laurus de 40 voormalige Konmar vestigingen moeten verkopen. Met de opbrengst zouden de Edah winkels moeten worden omgebouwd in Edahs Lekker & Laag en de Super DeBoer supermarkten moeten worden opgefrist. Amber Funds dwingt een buitengewone aandeelhoudersvergadering af om in januari 2006 de strategie te bespreken. Echter zonder akkoord van de grootaandeelhouder Casino is dit lastig. Casino heeft haar vertrouwen in het bestuur van Laurus uitgesproken.

Reactie van de onderneming

Laurus roept, overeenkomstig het verzoek van Amber, een buitengewone vergadering in januari 2006 bijeen. Laurus verzet de buitengewone vergadering echter na overleg met Amber naar februari 2006.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: FNV Bondgenoten legt zich niet zonder meer neer bij een verkoop van winkelketens Edah en Konmar door Laurus. Ze eist afspraken over de werkgelegenheid met de kandidaat-koper.

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De verkoop van de Edah- en Konmarwinkels is een noodzakelijke stap om te kunnen voldoen aan de eisen van de banken. Laurus staakt de mislukte hersteloperatie van Edah en Konmar en gaat verder met Super de Boer. De VEB verbaast zich over het feit dat Laurus haar voormalige bestuursvoorzitter Ole van der Straaten niet aansprakelijk stelt voor het wanbeleid dat onder zijn leiding heeft plaatsgevonden. Van Straaten heeft de ombouwoperatie tot Konmar in gang gezet en kan om die reden verantwoordelijk worden gehouden voor de ontstane situatie.

Uitkomst

De banken dwingen Laurus in januari 2006 tot het verkopen van Edah en Konmar. Laurus moet voor 30 januari 2007 de nettoschuld verminderen van 359 miljoen euro tot 200 miljoen euro en met Super De Boer operationele winst boeken. Nu Laurus besluit de twee winkelformules te verkopen trekt Amber haar verzoek tot een buitengewone aandeelhoudersvergadering in. Later in 2006 breidt Amber haar belang in Laurus nogmaals uit tot 19 procent.

Classificatie

Naam vennootschap: Laurus; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2004; Naam fonds: Amber Funds; Land van herkomst: VS; Initieel belang: eerst 5,5%, later 11,5%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): nee; Situatie vennootschap bij aanvang: financiële problemen; Verzoek hedgefonds: verkoop; Reactie vennootschap: positief; Reactie vakbonden: eist afspraken over werkgelegenheid bij verkoop; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; Medewerking: mede onder druk van banken vindt verkoop plaats.

Casus 30: PinkRoccade

Het hedgefonds Centaurus dwingt de bestuursvoorzitter van PinkRoccade om Ordina, dat 370 miljoen euro biedt voor een overname van PinkRoccade, inzage te geven in de boeken.

De onderneming: PinkRoccade

De geschiedenis van PinkRoccade is het voormalige automatiseringsbedrijf van de rijksoverheid en vindt haar oorsprong in de Rijkscentrale voor Mechanische Administratie (RMA) welke is opgericht in de jaren '50. In 1999 wordt PinkRoccade aan de beurs genoteerd. De Nederlandse Staat bezit dan nog 26 procent van de aandelen. Op 1 november 2004 maken Getronics en PinkRoccade bekend dat ze willen fuseren. Getronics biedt 338 miljoen euro voor PinkRoccade, bestaande uit contanten en aandelen Getronics. Ordina heeft tevens belangstelling getoond in het overnemen van PinkRoccade en is bereid een hoger bedrag van 350 miljoen euro in contanten te betalen op voorwaarde dat het de boeken mag inzien. Echter Ordina wordt door PinkRoccade niet in de gelegenheid gesteld om het benodigde boekenonderzoek te doen. De bestuursvoorzitter van PinkRoccade, Henk Bosma, vindt PinkRoccade strategisch beter bij Getronics passen en weigert nogmaals het verzoek tot boekenonderzoek van Ordina. Hij rekent erop dat aandeelhouders deze beslissing niet openbaar zullen aanvechten.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Centaurus: Een Londens hedgefonds dat onder meer belegt of heeft belegd in VNU, TNT, Akzo Nobel, Vendex KBB, Getronics, Ahold, CSM, PinkRoccade, en SBM Offshore. Centaurus' fondsbeheerder en chairman is Bernard Oppetit. Deze vijftigjarige Fransman, die met vier Britse en Amerikaanse partners \$2,7 miljard beheert voor instituten uit Europa en de VS, belegt meer dan \$ 400 miljoen in Nederland: een relatief groot deel van de portefeuille. Centaurus bestaat sinds 2000. Daarvoor deed Oppetit vergelijkbare transacties voor de Franse bank Paribas in Parijs en New York.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

In december 2004 neemt Centaurus een belang van 6 procent in PinkRoccade. Centaurus eist samen met overige aandeelhouders (ING, Aegon, Delta Lloyd, Fortis en de Nederlandse Staat) in een persbericht dat PinkRoccade zijn

boeken opent voor Ordina in de hoop op een hoger bod dan dat van Getronics. De aandeelhouders willen bepalen met wie een onderneming praat over een overname terwijl Henk Bosma de deal met Getronics zo snel mogelijk tot stand wil brengen. Centaurus dreigt om de bestuurders van PinkRoccade persoonlijk aansprakelijk te stellen als zij hun zorgplicht niet serieus nemen.

Reactie van de onderneming

Getronics biedt in december 2004 hetzelfde bedrag als Ordina ter grootte van 350 miljoen euro. Ordina verhoogt in reactie daarop haar bod met 20 miljoen euro naar 370 miljoen euro. De grootaandeelhouders vragen PinkRoccade opnieuw om iedere bieder een serieuze kans te bieden. Uiteindelijk zwichten de bestuurders van PinkRoccade onder de druk van de grootaandeelhouders en staan ze het boekenonderzoek toe.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: De vakbonden verkiezen Getronics boven Ordina omdat ze meer banenverlies vrezen. Ordina zou ongeveer 400 banen willen schrappen. Ook de overname door Getronics gaat gepaard met een soortgelijk banenverlies.

Ondernemingsraad: De steeds hogere biedingen op automatiseringsbedrijf PinkRoccade baren de ondernemingsraad van het bedrijf en de vakbond CNV Dienstenbond zorgen. Ze vrezen dat een hoge overnameprijs zware rentelasten met zich meebrengt, die vervolgens leiden tot bezuinigingen en ontslagen om de kosten te drukken.

VEB: De VEB is van mening dat Ordina als serieuze partij behandelt dient te worden en dat de bestuursvoorzitter van PinkRoccade een spelletje heeft gespeeld. De VEB stelt op de aandeelhoudersvergadering van PinkRoccade vragen over wat Ordina heeft doen besluiten af te zien van het uitbrengen van een bod.

Uitkomst

Het boekenonderzoek van Ordina levert echter niet op wat de grootaandeelhouders hadden gehoopt. Ordina deelt mee dat het bedrijf geen concreet bod zal uitbrengen op PinkRoccade. Getronics neemt daarna PinkRoccade over in maart 2005.

Classificatie

Naam vennootschap: PinkRoccade; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2004; Naam fonds: Centaurus; Land van herkomst: VK; Initieel belang: 6%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: bieding; Verzoek hedgefonds: hoger bod; Reactie vennootschap: positief; Reactie vakbonden: tegen vanwege vrees voor banenverlies; Reactie ondernemingsraad: vrees dat oplopende prijs tot ontslagen zal leiden; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; Medewerking: toestemming, maar geen overname door voorkeur fondsen.

Casus 31: Versatel

Tele2 brengt in 2005 een openbaar bod uit op de aandelen Versatel. Hedgefondsen waaronder Amber, Mellon en Centaurus zijn aandeelhouders in Versatel en willen een hoger bod dan de 2,2 euro per aandeel die Tele2 hen biedt. Tele2 slaagt erin om 80 procent van de aandelen Versatel in handen te krijgen. De hedgefondsen belanden in een situatie waarin ze als minderheidsaandeelhouders blijven zitten met een nauwelijks te verhandelen belang. Ze proberen via de rechter alsnog af te dwingen dat Tele2 hun aandelen opkoopt.

De onderneming: Versatel

Versatel is een telecommunicatiebedrijf opgericht in 1995. De verlieslatende onderneming beschikt over een uitgebreid eigen DSL- en glasvezelnetwerk en trekt in 2005 de aandacht van Belgacom dat Versatel wil overnemen. Er worden initiële gesprekken gevoerd. In juni 2005 worden de gesprekken met Belgacom gestaakt en worden gesprekken gevoerd met andere partijen. Het Zweedse telecombedrijf Tele2 wil in Nederland een eigen netwerk.

Tele2 heeft 1,3 miljard euro voor Versatel over, en verkoopt de Duitse activiteiten van het bedrijf dan direct door aan investeringsmaatschappij Apax. Tele2 slaagt erin om 80% van de aandelen Versatel in handen te krijgen.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Centaurus: Een Londens hedgefonds dat onder meer belegt of heeft belegd in VNU, TNT, Akzo Nobel, Vendex KBB, Getronics, Ahold, CSM, PinkRoccade, en SBM Offshore. Centaurus' fondsbeheerder en chairman is Bernard Oppetit. Deze vijftigjarige Fransman, die met vier Britse en Amerikaanse partners \$2,7 miljard beheert voor instituten uit Europa en de VS, belegt meer dan \$ 400 miljoen in Nederland: een relatief groot deel van de portefeuille. Centaurus bestaat sinds 2000. Daarvoor deed Oppetit vergelijkbare transacties voor de Franse bank Paribas in Parijs en New York.

Mellon/Fursa: Een Amerikaans hedgefonds tot 2006 onder beheer van Mellon Bank. Na de fusie tussen de Bank of New York en Mellon Bank in 2006 is het hedgefonds verzelfstandigd en bekend onder de naam Fursa. Het hedgefonds pleit ook voor de opsplitsing van het in Amsterdam genoteerde ASMI, producent van halfgeleider-apparaat. Daarnaast voert het een juridische strijd tegen levensmiddelenconcern Unilever, omdat deze cumulatief preferente aandelen converteerde in plaats van die terug te kopen tegen de uitgiftekoers.

Amber Funds: Een hedgefonds gevestigd in New York. Amber Funds komt voort uit de Franse bank Société Générale. Het fonds beheert \$2,5 miljard. Het hedgefonds is tevens een pleitbezorger geweest van een reorganisatie en het afstoten van bedrijfsonderdelen bij Laurus.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

Een aantal hedgefondsen, waaronder Amber, Mellon en Centaurus, kopen op de valreep een belang van circa 15 procent in Versatel. Zij besluiten hun aandelen niet aan Tele2 te verkopen. Ze eisen een hoger bod dan de geboden 2,2 euro per aandeel. Tele2 verhoogt haar bod echter niet en slaagt erin om 80 procent van de aandelen in Versatel op te kopen. De hedgefondsen starten een reeks juridische procedures bij de Ondernemingskamer om het biedingsproces stil te leggen. Zij willen zo een hoger bod afdwingen. De rechter geeft hen gelijk met hun klacht dat Versatel zich te veel richt op Tele2 en achter de schermen reeds bezig is met de integratie met Tele2. De rechter benoemt een driemanschap en grijpt in als blijkt dat ook zij Tele2 te veel terwille zijn.

De hedgefondsen voelen zich daarnaast gechanteerd door Tele2 dat heeft gezegd dat het bedrijf een juridische fusie zal aangaan met Versatel indien het minder dan 95 procent van de aandelen kan kopen. Dit zou ongunstig uitpakken voor de hedgefondsen die hun stukken alleen voor een hogere prijs aan Tele2 willen verkopen en in geval van een juridische fusie met hun incurante aandelen Versatel blijven zitten. De hedgefondsen stappen tot vijf keer toe naar de rechter zonder succes. De Ondernemingskamer stelt dat de belangen van minderheidsaandeelhouders voldoende worden gewaarborgd door regels die gelden bij een juridische fusie. Er is ook geen bewijs voor eventuele geheime afspraken tussen Tele2 en Talpa, de grootaandeelhouder van Versatel. Er komt geen door de hedgefondsen gevraagde enquête naar wanbeleid. Versatel kent bovendien geen verplichting tot het instandhouden van een levendige beurshandel. Hiermee gaan Versatel en Tele2 ongestoord verder met het effectueren van de fusie.

Reactie van de onderneming

Tele2 en Versatel lopen weliswaar vertraging op bij de fusie maar weten via een omgekeerde overname toch de synergievoordelen te realiseren. In 2007 lukt het om met toestemming van de rechter Tele2-Benelux met Versatel samen te voegen. Na twee jaar procederen zitten de hedgefondsen klem. Ze kunnen hun aandelen niet via de beurs verkopen omdat de aandelen in Versatel incurant zijn geworden. Centaurus vraagt de rechter om een uitweg en probeert de rechter ervan te overtuigen dat de grootaandeelhouder Tele2 de belangen van de minderheidsaandeelhouders schaadt. De hedgefondsen willen nu alsnog akkoord gaan met een bod van Tele2. Zij rekenen erop dat Tele2 akkoord gaat omdat hiermee de beursnotering van Versatel gestaakt kan worden. Dit bespaart de Tele2 immers de kosten van de beursnotering.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: Het bod dat Tele2 in 2005 uitbrengt kan ook rekenen op de kritiek van de VEB en een groep particuliere beleggers onder de naam TeleNee. Zij zijn net als de hedgefondsen van mening dat Talpa, de grootaandeelhouder van Versatel, akkoord is gegaan voor een te lage prijs. Daar zouden andere voordelen voor Talpa tegenover hebben gestaan. Deze claim is nooit bewezen.

Uitkomst

De verwachting is dat Tele2 de minderheidsaandeelhouders uiteindelijk zal uitkopen.

Classificatie

Naam vennootschap: Versatel; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2005; Naam fonds: Centaurus; Mellon/Fursa; Amber Funds; Land van herkomst: VK; VS; VS; Initieel belang: 15% samen; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: bieding; Verzoek hedgefonds: hoger bod; Reactie vennootschap: negatief; Reactie vakbonden:geen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; Medewerking: nee.

Casus 32: ASMI

Het hedgefonds Mellon wil de divisie die machines produceert voor het verpakken en testen van chips, afsplitsen van het verlieslatende onderdeel dat apparatuur maakt voor de productie van chips. Het bestuur van ASMI wil hier echter geen gehoor aan geven. Het bestuur slaagt erin om een meerderheid van de aandeelhouders achter zich te krijgen, waardoor de splitsing van de baan is.

De onderneming: ASMI

ASMI is een in Nederland gevestigde fabrikant van apparatuur voor de productie van halfgeleiders. Het bedrijf is in 1968 opgericht door de huidige bestuursvoorzitter, Arthur del Prado. Arthur del Prado is tevens grootaandeelhouder in ASMI met een pakket van 22 procent van de aandelen. ASMI bestaat uit twee onderdelen: de Nederlandse front-end divisie, die apparatuur maakt om halfgeleiders te produceren en een 54 procent belang in het in Hong Kong beursgenoteerde ASM Pacific, dat machines maakt voor de assemblage van halfgeleiders. Sinds 2000 heeft ASMI meer dan 350 miljoen euro aan onderzoek en ontwikkeling uitgegeven. Deze langetermijnvisie heeft ertoe geleid dat (volgens Amerikaans onderzoek) ASMI de meest innovatieve onderneming in Nederland is met een krachtige octrooiportefeuille. Deze 350 miljoen euro onderzoeks- en ontwikkelingskosten is gefinancierd met geld uit de Aziatische activiteiten van het bedrijf. ASMI heeft 200 miljoen euro aan dividend van ASM Pacific ontvangen en 150 miljoen euro geleend mede dankzij ASM Pacific. Op de beurs worden de inspanningen van het bedrijf niet gewaardeerd. Het aandeel van ASMI blijft op de beurs achter bij dat van concurrenten.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Mellon/Fursa: Een Amerikaans hedgefonds tot 2006 onder beheer van Mellon Bank. Na de fusie tussen de Bank of New York en Mellon Bank in 2006 is het hedgefonds verzelfstandigd en bekend onder de naam Fursa. Het hedgefonds voert ook een juridische strijd tegen levensmiddelenconcern Unilever, omdat deze cumulatief preferente aandelen converteerde in plaats van die terug te kopen tegen de uitgiftekoers. Tevens voert het fonds een juridische strijd tegen telecommunicatiebedrijf Versatel dat in 2005 fuseert met Tele2. Mellon wil via de rechter een hoger bod voor de aandelen afdwingen.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

Het Amerikaanse hedgefonds Mellon dringt in december 2005 aan op een splitsing van ASMI. Mellon bezit 6.1 procent van de aandelen in ASMI. Het hedgefonds is ontevreden over de front-end activiteiten van ASMI. De 25

procent brutomarge blijft achter bij de 45 procent marge van concurrenten. Door die lage marge en de hoge uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling draait de front-end in Nederland al jarenlang verlies. Mellon vindt bovendien dat de uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling voorsnog tot te weinig resultaat hebben geleid. Mellon wil dat ASMI zich opsplitst in twee onderdelen en dat er een einde wordt gemaakt aan de situatie waarbij het geld verdiend in Azië in Nederland wordt uitgegeven. Op die manier ontstaat vanzelf grote druk op het Nederlandse deel van ASMI om een economisch verstandiger beleid te gaan voeren. Daarnaast is Mellon ontevreden over het gebrek aan invloed van minderheidsaandeelhouders. Op aandeelhoudersvergaderingen van ASMI is een tweederde meerderheid nodig om belangrijke besluiten te nemen in plaats van de gebruikelijke helft van de stemmen. De opkomst op de aandeelhoudersvergaderingen is echter vaak niet hoog genoeg om deze gekwalificeerde meerderheid te halen. Hiermee heeft bestuursvoorzitter Arthur del Prado volgens Mellon in feite een veto. Del Prado bezit 22 procent van de aandelen en is tot verbazing van Mellon voornemens om zijn zoon in de Raad van Bestuur te benoemen. Hedgefonds Mellon dreigt naar de Ondernemingskamer te stappen als er geen harde toezeggingen worden gedaan op de aandeelhoudersvergadering in mei 2006. Mellon wil tegen de jaarrekening en tegen de voorgestelde last in 2005 in verband met de verliezen op de reserves stemmen. Ook geeft Mellon aan tegen de benoeming van de zoon van Del Prado in de Raad van Bestuur te zullen stemmen. Mellon wil dat ASMI zijn aandelen in ASM Pacific aan aandeelhouders uitkeert als dividend. Doet ASMI dat niet, dan eist Mellon dat er een strategisch plan komt om het Nederlandse deel van het bedrijf te reorganiseren door een krachtige commissaris met ervaring in herstructureringen. International Shareholder Services (ISS) komt daarop met een negatief stemadvies voor de jaarvergadering van mei 2006. Ze adviseert om technische redenen haar klanten (waaronder grote Nederlandse en internationale institutionele beleggers) om geen decharge te verlenen aan het management en de commissarissen van ASMI. Er zijn volgens ISS geen aanwijzingen dat er iets mis is bij ASMI. Volgens Mellon adviseert ISS haar voorstel tot splitsing te steunen. Verder probeert Mellon steun te verwerven bij andere aandeelhouders. De vermogensbeheerder Hermes Focus Fund heeft een belang van 5,3 procent genomen, verschillende kleine hedgefondsen hebben een belang in ASMI en Fidelity bezit 13 procent van de aandelen. Samen overtreffen deze aandeelhouders weliswaar het belang van Del Prado maar hun macht is beperkt doordat er een tweederde meerderheid nodig is voor het nemen van belangrijke besluiten.

Reactie van de onderneming

ASMI geeft in december 2005 een persbericht uit waarin het aankondigt dat het de bedrijfsstructuur op de agenda van de aandeelhoudersvergadering van mei 2006 zal zetten. Bestuursvoorzitter Arthur del Prado is echter niet voornemens akkoord te gaan met het voorstel tot splitsing en kan zich niet vinden in de kritiek van Mellon aangaande de gebrekkige *corporate governance* van ASMI. Hij noemt het voorstel niet zinvol en zelfs destructief. ASMI beschouwt de stemming als een opiniepeiling zonder bindend karakter. De aandeelhoudersvergadering gaat niet over de strategie en ASMI weigert het voorstel tot splitsing in stemming te brengen. Del Prado noemt de kritiek van Mellon over het gebrek aan winstgevendheid terecht en geeft hier de hoogste prioriteit aan. Door een deel van de productie naar Singapore over te plaatsen hoopt ASMI zijn brutomarge te verbeteren. Vooruitlopend op de aandeelhoudersvergadering geven de commissarissen van ASMI schriftelijk een reactie op de kritiek van Mellon. Volgens hen moet Mellon zich neerleggen bij de huidige bedrijfsstructuur en aandeelhoudersstructuur van ASMI. Op de aandeelhoudersvergadering komt ASMI de kritische aandeelhouders op een aantal punten tegemoet. Er komt een statutenwijziging om de benoeming van bestuurders en commissarissen in lijn te brengen met de code-Tabaksblad. De benoemingsprocedures worden veranderd en er komt een extra onafhankelijke commissaris met uitgebreide ervaring in de industrie voor halfgeleiders. De tegenstemmen van Hermes Focus Fund en Mellon zijn echter niet genoeg om decharge aan commissarissen te onthouden of andere beslissingen te blokkeren. Die wijzigingen worden op een buitengewone aandeelhoudersvergadering november 2006 besproken. Mellon is niet tevreden met de genomen maatregelen maar besluit voorsnog niet tot juridische stappen. Mellon wil op de buitengewone aandeelhoudersvergadering het voorstel tot splitsing agenderen. Gebeurt dat niet, dan stappen ze alsnog naar de rechter. ASMI zet het voorstel als niet-bindend punt op de agenda. Mellon breidt haar belang in ASMI uit tot 7,8 procent

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB is kritisch aangaande de benoemingsprocedures bij ASMI en wenst een onafhankelijk onderzoek naar het creëren van aandeelhouderswaarde. Dit wordt op de aandeelhoudersvergadering van mei 2006 door ASMI toegezegd. De VEB steunt het voorstel van Mellon op de buitengewone vergadering niet.

Uitkomst

Voorafgaand aan de buitengewone vergadering komt ASMI Mellon tegemoet. De winst uit Azië zal niet langer gebruikt worden om het verlieslatende Nederlandse onderdeel te subsidiëren. De front-end activiteiten zijn financieel onafhankelijk. Alle toekomstige dividenden van ASM Pacific zullen naar de aandeelhouders worden doorgesluisd. Hiermee heeft ASMI de steun van Hermes verworven. Hermes bezit inmiddels een belang van 9,9 procent in ASMI. Daarnaast heeft ASMI gesprekken gevoerd met 40 van de 50 grootste aandeelhouders om uit te leggen wat het standpunt van ASMI is. De motie tot splitsing verkrijgt op de buitengewone vergadering onvoldoende steun. Mellon zegt blij te zijn ASMI te hebben bewogen tot actie maar blijft van mening dat splitsing een meer structurele oplossing voor het probleem biedt. Mellon wil in eerste instantie de motie aanhouden om meer tijd te hebben om het persbericht te bestuderen waarin ASMI de te nemen maatregelen uiteenzet. De president-commissaris staat dit echter niet toe. In 2007 komt Mellon niet opdagen bij de jaarvergadering tot irritatie van bestuursvoorzitter Arthur del Prado. Het toont volgens hem aan dat hedgefondsen geen oprechte belangstelling hebben in bedrijven waarin ze beleggen.

Classificatie

Naam vennootschap: ASMI; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2005; Naam fonds: Mellon/Fursa; Land van herkomst: VS; Initieel belang: 6.1%; minstens 24,4% met anderen; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: n.v.t.; Verzoek hedgefonds: splitsing; governance structuur aanpassen; Reactie vennootschap: neutraal tot negatief; Reactie vakbonden:geen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: deels instemming; Medewerking: splitsing tijdens AvA ter stemming gebracht en niet aangenomen; aanpassing benoemingsprocedures.

Casus 33: Stork

De hedgefondsen Centaurus en Paulson, met een belang van ca. 30% in Stork, dringen aan op een splitsing van Stork. Het bestuur van Stork ziet een splitsing niet als ideale strategie, en tracht een beschermingswal op te zetten. De rechter grijpt in. Een bod van het Britse private-equity fonds Candover draagt wel de goedkeuring van zowel Stork als de hedgefondsen. Echter, andere bieders roeren zich.

De onderneming: Stork

Stork wordt in 1868 opgericht in Hengelo als textiel fabriek. Het bedrijf groeit uit tot een conglomeraat, met de divisies Print, Aerospace, Food en Technical. Als directeur Vollebregt in 2002 aantreedt, worstelt Stork met forse verliezen. Stork onderneemt een fusie poging met Internatio-Müller, eveneens een conglomeraat. Na enkele maanden loopt de fusie poging stuk. Stork weigert uitverkoop van onderdelen om uitsluitend de divisie Technical Services te fuseren met eenzelfde activiteit van Internatio-Müller. Bestuursvoorzitter Vollebregt verklaart het conglomeraat te willen ontvlechten, met een koersstijging als gevolg. Evenzo laat Vollebregt tijdens een conference call doorschemeren dat de divisie Food onderdeel van de onderneming mag blijven. Bij de jaarcijfers volgt de officiële overige informatie van de blauwdruk: uitsluitend de divisie Prints zal vertrekken en Stork behoudt dus drie divisies. Vollebregt noemt het conglomeraat sindsdien een 'industriële groep' van bedrijven zonder synergie, die hij elk apart aanstuurt.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Centaurus: Een Londens hedgefonds dat onder meer belegt of heeft belegd in VNU, TNT, Akzo Nobel, Vendex KBB, Getronics, Ahold, CSM, PinkRocade, en SBM Offshore. Centaurus' fondsbeheerder en chairman is Bernard Oppetit. Deze vijftigjarige Fransman, die met vier Britse en Amerikaanse partners \$2,7 miljard beheert voor instituten uit Europa en de VS, belegt meer dan \$ 400 miljoen in Nederland: een relatief groot deel van de portefeuille. Centaurus bestaat sinds 2000. Daarvoor deed Oppetit vergelijkbare transacties voor de Franse bank Paribas in Parijs en New York.

Paulson & Co.: Een Amerikaans hedgefonds, opgericht door John Paulson in 1994. Het fonds heeft een omvang van 15 miljard dollar en is veelal actief in de VS, bijvoorbeeld op de hypotheekmarkt. Paulson & Co. is tevens actief in Nutreco en Ahold.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

De initiële actie in deze casus komt van de hedgefondsen Centaurus en Paulson. Begin 2006 schrijft dit gelegenheidsduo een brief waarin zij aandringen op verkoop van Stork als geheel, of als opsplitsing. De hedgefondsen, die samen op een gegeven moment 31,4% van de aandelen in Stork hebben, vinden dat Stork de twee divisies die zich bezighouden met technische installaties en de productie van kippenslactmachines moet verkopen, zodat het zich kan concentreren op zijn activiteiten rond vliegtuigen.

Reactie van de onderneming

Opsplitsing staat haaks op de wens van bestuursvoorzitter Vollebregt: hij wil integraal verder met de onderdelen Aerospace, Food Systems en Technical Services. Hij zet Stork in de etalage om uit te vinden of zijn strategie buiten de beurs kan worden voortgezet. Potentiële kopers van het industriële conglomeraat Stork willen het bedrijf echter opsplitsen: de divisies moeten uit elkaar om voldoende rendement te kunnen halen op hun aankoop. Alinvest wordt door bronnen genoemd als Nederlandse koper. Fondsen als KRR, maar ook Carlyle en CVC zijn de overige namen die rondgaan. Het meest concreet wordt een indicatief bod van durfinvesteerder Clayton Dubilier Rice van 42 tot 45 per aandeel euro, dat circa 20% hoger ligt dan de toenmalige koers. Volgens Stork is het bod te laag. Het bedrijf ziet af van een beursexit. In plaats daarvan wil het bedrijf meer, en eerder, eigen aandelen inkopen. In reactie op het nieuws daalt de koers van Stork met 13,4% naar 36,43 euro. De hedgefondsen zijn het met het afstappen van een beursexit niet eens en gaan steun zoeken bij andere grootaandeelhouders van Stork.

Tijdens een aandeelhoudersvergadering op 18 januari 2007 willen Paulson en Centaurus de commissarissen van Stork wegsturen. Om dit tegen te gaan werpt Stork een beschermingswal op door preferente aandelen te plaatsen bij de Stichting Stork. Door deze actie krijgt de stichting 50% van de stemrechten. Centaurus en Paulson zien hun belang verwateren tot 16,4%. Daarmee wordt de uitkomst van de stemming op de aandeelhoudersvergadering onzeker. De twee hedgefondsen stellen dat Stork's uitgifte van nieuwe aandelen onwettig is en stappen naar de rechter. De Ondernemingskamer oordeelt negatief over zowel de uitgifte van beschermingsprefs als het voorgenomen ontslag van Stork's commissarissen. Wim Kok, Dudley Eustace en Kees van Lede worden aangesteld als supercommissarissen om een doorbraak te forceren. Wederom komen er fricties op de aandeelhoudersvergadering: Centaurus en Paulson willen voorkomen dat de jaarrekening van Stork wordt goedgekeurd. Uiteindelijk onthouden ze zich van stemming na druk van de drie supercommissarissen. Paulson en Centaurus gebruiken wel hun controlerend belang om de decharge van de raad van bestuur en raad van commissarissen te blokkeren. De hedgefondsen houden ook de herbenoeming van commissaris Cees den Hartog tegen.

In juni 2007 komt het Britse Candover met een bod. Dit lijkt het conflict op te lossen: zowel Stork als de hedgefondsen laten zich positief uit over het bod.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: de FNV-bond is tegenstander van Centaurus en Paulson. Ze vrezen banenverlies als het bedrijf wordt gesplitst. De vakbond had aangekondigd een rechtszaak tegen de hedgefondsen Centaurus en Paulson aan te spannen indien deze hun rechtszaak tegen Stork volledig hadden gewonnen.

Ondernemingsraad: De ondernemingsraad neemt dezelfde positie als vakbond FNV in, en zijn dus tegen de plannen van de hedgefondsen.

VEB: De VEB neemt in de opsplitsings-discussie een genuanceerde positie in. Met Centaurus en Paulson is de VEB van mening dat het focus-proces langer heeft geduurd dan gehoopt. De VEB is eveneens van mening dat een discussie over de opsplitsing en synergie open gevoerd moet worden. Tenslotte vindt ook de VEB dat een gewijzigde verhouding in de aandeelhoudersvergadering niet langdurig kan worden genegeerd. De VEB vindt echter dat het management van Stork voldoende waarde scheidt en ziet geen reden om op korte termijn een strategiewijziging af te dwingen. Derhalve stemt de VEB tegen het voorstel tot opsplitsing van Centaurus en Paulson.

Uitkomst

Stork is begin juli bezig met onderhandelingen met het Britse private equity-fonds Candover. Deze heeft aangegeven 47 euro per aandeel te willen betalen. De Britse private equity-partij wil zijn bod gestand doen zodra 80% van de aandeelhouders zijn stukken aanmeldt. Het bod heeft de steun van de commissarissen en het bestuur van Stork, alsook van de twee hedgefondsen Centaurus en Paulson & Co. Echter, de IJslandse vleesmachinebouwer Marel heeft zijn belang in Stork uitgebreid. Daarmee komt het initiële bod van private equity-partij Candover in gevaar. Via zijn twee grootaandeelhouders Eyrir Invest en Landsbanki Islands, die deel uitmaken van het consortium LME, kan Marel genoeg kapitaal vergaren om een bod uit te brengen op heel Stork. Het is Marel echter waarschijnlijk vooral te doen om de Storkdivisie Food Systems. Marel probeert al sinds februari 2006 deze branchegeenoot te kopen. Delta Lloyd laat weten zijn belang van 5,2% niet te zullen aanmelden voor het bod van Candover. Samen met Delta Lloyd zit Marel nu op ruim 22%, waardoor de door Candover gestelde limiet van 80% niet wordt gehaald. De vraagstukken wie Stork in handen krijgt en of Stork zal worden opgesplitst is juli 2007 dus nog niet te beantwoorden.

Classificatie

Naam vennootschap: Stork; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2006; Naam fonds: Centaurus; Paulson & Co; Land van herkomst: VK; VS; Initieel belang: ca. 30%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: n.v.t.; Verzoek hedgefonds: verkoop of splitsing; Reactie vennootschap: verzet; Reactie vakbonden: tegen vanwege vrees voor banenverlies; Reactie ondernemingsraad: tegen vanwege vrees voor banenverlies; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: oneens met fonds; Medewerking: nee.

Casus 34: ArcelorMittal

Het Britse hedgefonds Trafalgar Asset Managers en het in Monaco gevestigde SRM Advisers vragen de Autoriteit Financiële Markten (AFM) om te in te grijpen bij de fusie tussen staalbedrijven Mittal Steel en Arcelor. De hedgefondsen vinden dat ze verkeerd zijn geïnformeerd toen Mittal Steel Arcelor voor 26 miljard euro overnam. Ze stellen dat ze 1 miljard euro schade hebben geleden en overwegen juridische stappen.

De onderneming: ArcelorMittal

Na een maandenlange overnamestrijd neemt Mittal Steel in 2006 branchegeenoot Arcelor over voor een bedrag van bijna 26 miljard euro. Hiermee ontstaat het grootste staalbedrijf ter wereld met een jaarproductie van 100 miljoen ton staal. Arcelor probeert in eerste instantie de overname door Mittal te voorkomen door een fusie aan te gaan met het Russische staalbedrijf Severstal. De eigenaar van het Severstal, Aleksej Mordasjov, krijgt in ruil voor zijn aandelen een belang van 32 procent in Arcelor waardoor de vijandige overname van Mittal minder kans van slagen heeft. Dat lukt echter niet. Mittal verhoogt het bod met 40 procent en onder druk van haar aandeelhouders gaat Arcelor akkoord. De fusie met Severstal gaat niet door. Mittal slaagt erin om 94 procent van de aandelen Arcelor in handen te krijgen. Een aantal minderheidsaandeelhouders, waaronder de hedgefondsen Trafalgar Asset Managers en SRM Advisers, verkopen hun aandelen Arcelor niet en worden later ‘uitgerookt’ via een juridische fusie.

Hedgefonds en/of private equity partijen

Trafalgar Asset Managers: Een hedgefonds gevestigd in Londen met \$2.18 miljard onder beheer. Het geld is afkomstig van institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen, banken en rijke particulieren. Het fonds is in 2001 opgericht door Lee Robinson en Theo Phanos. Lee Robinson is voorheen werkzaam geweest bij Tudor Capital, een Amerikaanse zakenbank en financieel adviseur. Theo Phanos is voorheen 8 jaar werkzaam geweest bij de banken Bankers Trust, Lehman Brothers en Deutsche Bank.

SRM Advisers: Een hedgefonds opgericht in 2006 door Jon Wood gevestigd in Monaco. Het beheerd vermogen bedraagt \$3 miljard. Jon Wood was voorheen als vermogensbeheerder werkzaam bij de Zwitserse bank UBS.

Acties van hedgefonds en/of private equity partijen

Het hedgefonds Trafalgar Asset Managers behoort tot de 6 procent van de aandeelhouders die in 2006 niet ingaat op het bod van 11 aandelen ArcelorMittal voor 7 aandelen Arcelor. ArcelorMittal wil deze resterende aandeelhouders in 2007 alsnog uitkopen tegen een aangepaste ruilverhouding van 8 aandelen ArcelorMittal voor 7 aandelen Arcelor. Dit betekent een omvangrijke waardedaling van de aandelen voor de aandeelhouders Arcelor. Inmiddels heeft de onderneming haar zetel uit Nederland naar Luxemburg verplaatst zodat ze zich volgens de hedgefondsen kan onttrekken aan de verplichtingen jegens hen. In een brief eisen de hedgefondsen een hoger bod van ArcelorMittal. Ze vinden dat ze recht hebben op de elf aandelen ArcelorMittal voor zeven aandelen Arcelor en dreigen met juridische stappen. Een groep Franse minderheidsaandeelhouders, onder leiding van Colette Neuville, heeft de Franse beurswaakhond tevens gevraagd om te onderzoeken of Mittal bij de overname van Arcelor de afspraken is nagekomen. De hedgefondsen vinden dat ArcelorMittal volledige openheid van zaken moet geven en dat de AFM de handel in de aandelen in de tussentijd stil moet leggen.

Reactie van de onderneming

ArcelorMittal noemt de klachten van de hedgefondsen misleidend en niet accuraat. Het staalbedrijf heeft de aandelen opnieuw laten waarderen door grote zakenbanken. Deze komen tot een aangepaste ruilverhouding die daarna door de raden van commissarissen van beide ondernemingen is goedgekeurd. ArcelorMittal noemt het een faire biedprijs waarbij de regels zijn toegepast die reeds in de intentieovereenkomst van juni 2006 stonden vermeld. De minderheidsaandeelhouders hebben in 2006 zelf besloten om niet mee te doen en er is geen verplichting om daarna de aandelenruil tegen dezelfde ratio als van het oorspronkelijke bod te laten geschieden. Hedgefondsen willen dat de rapporten van de zakenbanken openbaar worden gemaakt en betwijfelen de onafhankelijkheid van de zakenbanken die de waarderingen hebben opgesteld.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB vindt de fusie vanuit economisch perspectief zinvol. De keuze voor het bod van Mittal is ook een grote overwinning voor Europese aandeelhouders omdat zij en niet een onwillig bestuur de doorslag hebben gegeven.

Uitkomst

De AFM besluit om zich niet te mengen in het conflict tussen Mittal Steel en de minderheidsaandeelhouders van Arcelor. Zij ziet haar rol beperkt tot goedkeuring van het prospectus. De hedgefondsen overwegen het aanspannen van een juridische procedure en geven niet op. Ze zoeken contact met Philippe Marini, een Franse senator, die de kwestie onder de aandacht van het Franse ministerie van economische zaken brengt. Verder worden klachten ingediend bij beurstoezichthouders in Nederland, België, Luxemburg, Frankrijk, Spanje en Amerika. De zaak loopt nog.

Classificatie

Naam vennootschap: ArcelorMittal; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2006; Naam fonds: Trafalgar Asset Managers; SRM Advisers; Land van herkomst: VK; MONACO; Initieel belang: samen minder dan 6%; Samenwerking met

andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: bieding; Verzoek hedgefonds: hoger bod; Reactie vennootschap: negatief; Reactie vakbonden: geen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: oneens met fonds; Medewerking: loopt nog.

Casus 35: Ahold

In juni 2006 nemen hedgefondsen Centaurus en Paulson & Co een belang in Ahold. Ze willen dat Ahold zich opsplitst in drie onderdelen. Aanvankelijk weigert Ahold tot een dialoog met de beide fondsen die 6,4 procent van de aandelen bezitten. Ze slagen er ook niet in om de steun van andere aandeelhouders te verwerven. In november 2006 besluit Ahold tot de verkoop van haar dochter US Foodservice.

De onderneming: Ahold

De geschiedenis van Ahold begint in 1887 wanneer Albert Heijn zijn eerste kruidenierszaak opent in Zaandam. Het bedrijf groeit daarna uit tot een internationale groep van supermarkten en foodservicebedrijven actief in de Verenigde Staten en Europa. Onder de voormalige bestuursvoorzitter Cees van der Hoeven bereikt het bedrijf haar hoogtepunt in 2001 met een gerapporteerde omzet van 66,6 miljard euro, een winst van 1,1 miljard euro en 5,155 winkels in 27 landen. In 2003 blijkt echter dat er sprake is van boekhoudfraude bij het drie jaar eerder door Ahold overgenomen US Foodservice. De koers van Ahold stort in en Cees van der Hoeven wordt opgevolgd door Anders Moberg. Bij zijn aantreden belooft Anders Moberg in het kader van zijn plan 'Weg naar herstel' de aandeelhouder vanaf 2005 een jaarlijkse winst- en omzetgroei van vijf procent. In het eerste kwartaal van 2006 wordt duidelijk dat deze doelstelling niet wordt gehaald. Ahold heeft haar schulden door de verkoop van buitenlandse dochters en het snijden in de kosten weten te halveren van 12 naar zes miljard euro. In het boekjaar 2005 daalt de nettowinst van 898 miljoen euro naar 159 miljoen euro door een schikking die Ahold met gedupeerde beleggers treft in de nasleep van het boekhoudschandaal. Er gaan begin 2006 geruchten over opsplitsing van Ahold door het Britse supermarktbedrijf Tesco en de Amerikaanse durfkapitalist Kohlberg, Kravis & Roberts. Moberg wil Ahold echter bij elkaar houden en gaat niet in op deze speculaties.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Centaurus: Een Londens hedgefonds dat onder meer belegt of heeft belegd in VNU, TNT, Akzo Nobel, Vendex KBB, Getronics, Ahold, CSM, PinkRoccade, en SBM Offshore. Centaurus' fondsbeheerder en chairman is Bernard Oppetit. Deze vijftigjarige Fransman, die met vier Britse en Amerikaanse partners \$2,7 miljard beheert voor instituten uit Europa en de VS, belegt meer dan \$ 400 miljoen in Nederland: een relatief groot deel van de portefeuille. Centaurus bestaat sinds 2000. Daarvoor deed Oppetit vergelijkbare transacties voor de Franse bank Paribas in Parijs en New York.

Paulson & Co.: Een Amerikaans hedgefonds, opgericht door John Paulson in 1994. Het fonds heeft een omvang van 15 miljard dollar en is veelal actief in de VS, bijvoorbeeld op de hypotheekmarkt. Paulson & Co. is tevens actief in Stork en Nutreco.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

In juni 2006 wordt voor het eerst bekend dat de hedgefondsen Centaurus en Paulson & Co een belang in Ahold aan het opbouwen zijn. De hedgefondsen bezitten een belang van 6,4 procent. De hedgefondsen willen een constructieve dialoog maar als Ahold weigert geven de hedgefondsen een persbericht uit waarin zij publiekelijk oproepen tot het opsplitsen van het bedrijf. De supermarktactiviteiten zouden moeten worden gescheiden van de groothandelsactiviteiten in Amerika. De beste strategische oplossing voor de toekomst van Ahold is de verkoop van alle Amerikaanse activiteiten zodat Ahold een puur Europese supermarktonderneming wordt. Er wordt gespeculeerd dat er een bod in voorbereiding is om Ahold over te nemen. Centaurus en Paulson & Co proberen steun te zoeken bij grootaandeelhouders zoals de Amerikaanse investeerder Brandes met een belang van 13,7 procent, Aegon met een belang van 6,1 procent en Fortis met een belang 7,8 procent. De hedgefondsen publiceren in augustus een persbericht over de waarde die zij uit Ahold denken te halen: 9 euro per aandeel. Ze hebben ING

ingehuurd om een waarderingsanalyse te doen waaruit blijkt dat Ahold na reorganisatie 14 miljard euro waard is. Ze zijn het beu om te wachten tot de prestaties van de Amerikaanse activiteiten verbeteren.

Reactie van de onderneming

Ahold weigert een gesprek met de twee hedgefondsen. In november 2006 presenteert Anders Moberg het nieuwe strategisch plan van Ahold getiteld 'Zelf onze toekomst bepalen'. Ahold verkoopt US Foodservice en belooft ten minste om 2 miljard euro uit te keren aan de aandeelhouders via een speciaal dividend en/of aandeleninkoop. Daarnaast worden de kosten op het hoofdkantoor gehalveerd en een half miljard euro bespaard op winkelopertaties. Nadat de afgelopen jaren winkelketens in Spanje, Argentinië, Brazilië en de Verenigde Staten zijn verkocht, wordt nogmaals gekeken welke winkels kunnen worden verkocht zodat alleen die ketens overblijven waar Ahold denkt waarde te kunnen creëren. De achterblijvende prestaties van de Amerikaanse supermarkten wordt toegeschreven aan de aanhoudend moeilijke markt, het magere bestedingsklimaat en de hoge energiekosten.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: FNV Bondgenoten stelt dat net als in de Stork-casus voor hedgefondsen het belang van weknemers absoluut niet telt

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: VEB staat achter verkoop van US Foodservice. De VEB stelt dat er een gebrekkige synergie bestaat tussen de Amerikaanse en Europese activiteiten en stelt dat Ahold opgesplitst meer waard is dan de beurskoers impliceert.

Uitkomst

Het opsplitsingsscenario van de hedgefondsen vindt weinig gehoor bij Amerikaanse grootaandeelhouders en Fortis/Delta Lloyd die samen 9,7 procent van de aandelen Ahold bezitten. Bovendien komt de bestuursvoorzitter van Ahold de aandeelhouders tegemoet door de Amerikaanse groothandelsactiviteiten ondergebracht in US Foodservice te verkopen voor \$7,1 miljard aan een consortium bestaande uit private equity investeerders Clayton, Dubilier & Rice en Kohlberg Kravis Roberts (KKR). Per 1 juli 2007 stapt de bestuursvoorzitter van Ahold op voordat zijn contract in 2008 eindigt om andere carrièremogelijkheden na te streven.

Classificatie

Naam vennootschap: Ahold; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2006; Naam fonds: Centaurus; Paulson & Co; Land van herkomst: VK; VS; Initieel belang: samen 6,4%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: n.v.t.; Verzoek hedgefonds: verkoop of splitsing; Reactie vennootschap: negatief; Reactie vakbonden: tegen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; Medewerking: gedeeltelijke medewerking door verkoop onderdeel.

Casus 36: Euronext

Euronext kondigt in 2006 aan met de New York Stock Exchange (NYSE) te willen fuseren tot de grootste effectenbeurs ter wereld. Het hedgefonds TCI dat zowel 10 procent van de aandelen Euronext als Deutsche Börse in haar bezit heeft verkiest een fusie tussen deze twee beurzen. Deutsche Börse doet een bod op de aandelen Euronext en er ontstaat een perspectief op een biedingsstrijd. TCI wil in december 2006 tijdens een buitengewone aandeelhoudersvergadering niet alleen kunnen stemmen over de fusie tussen Euronext en NYSE maar ook de kans krijgen te stemmen over het bod van Deutsche Börse.

De onderneming: Euronext

Euronext is in 2000 ontstaan uit een fusie tussen de beurzen van Amsterdam, Brussel en Parijs en werd in 2002 uitgebreid met de overname van de Londense optie- en futuresbeurs LIFFE en de fusie met de Portugese beurs. De beurs heeft tot doel om meerdere beurzen te laten aansluiten. De consolidatiegolf onder beurzen gaat onverminderd door. Deutsche Börse brengt eind 2004 een vijandig bod uit op de aandelen van de London Stock Exchange

(LSE). In mei 2005 ziet Deutsche Börse echter van de overname af onder druk van haar eigen aandeelhouders waaronder de hedgefondsen TCI en Atticus die het bod veel te hoog vinden. De hedgefondsen prefereren een samenwerking tussen Euronext en Deutsche Börse. Euronext doet tevens een tevergeefse poging LSE over te nemen. Er gaan geruchten dat ook Euronext door het hedgefonds TCI is gedwongen af te zien van een bod. Daarna onderzoeken Euronext en Deutsche Börse de mogelijkheden van een fusie. De gesprekken worden echter eind 2005 afgebroken vanwege het bedrijfsmodel van Deutsche Börse. De Franse eis om handelsplatformen en afwikkelingsystemen te scheiden wordt door Deutsche Börse afgewezen. In april 2006 wil Euronext de eerder vastgelopen gesprekken met Deutsche Börse voortzetten zonder de zekerheid dat dit tot een transactie zal leiden. De beurzenconsolidatie ontwikkelt een nieuwe dynamiek doordat de Amerikaanse beurzen Nasdaq en NYSE voet aan de grond proberen te krijgen in Europa. Nasdaq neemt daartoe een belang in de London Stock Exchange. Euronext en NYSE kondigen aan te fuseren. Ook Deutsche Börse doet een indicatief bod op de aandelen Euronext. Er ontstaat een mogelijke biedingsoorlog.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

The Children Investment Fund (TCI): TCI is een Brits hedgefonds in 2003 opgericht door Chris Hohn. Het fonds heeft ongeveer 7,5 miljard euro onder beheer. Chris Hohn heeft daarvoor gewerkt bij het hedgefonds Perry Capital European Fund. TCI slaagt samen met het Amerikaanse hedgefonds Atticus in om de overname van de London Stock Exchange door Deutsche Börse te blokkeren. De hedgefondsen stellen voor dat Deutsche Börse een speciaal dividend uitkeert of eigen aandelen inkoopt in plaats van het doen van de overname. Later verzet Hohn zich ook zonder hetzelfde succes tegen de fusie tussen NYSE en Euronext. TCI is tevens actief bij ABN Amro.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

Het hedgefonds TCI dat zowel 10 procent van de aandelen Euronext als van Deutsche Börse in haar bezit heeft, verkiest een fusie tussen deze twee beurzen. Tijdens de aandeelhoudersvergadering in mei 2006 roept een groep aandeelhouders waaronder TCI Euronext op om met Deutsche Börse te fuseren. Het is onduidelijk wat overige aandeelhouders verkiezen. Nederlandse financiële instellingen hebben hun aandelen na de beursgang van Euronext verkocht en deze zijn grotendeels in handen van Amerikaanse en Britse beleggers, waaronder veel hedgefondsen. Er zijn berichten dat deze hedgefondsen 30 procent van de aandelen Euronext bezitten. Welke van de twee biedingen het hoogste is fluctueert omdat beide biedingen deels in aandelen worden gedaan.

Reactie van de onderneming

Het bestuur en de commissarissen van Euronext verkiezen een fusie met NYSE omdat deze gepaard zou gaan met meer synergievoordelen. Bovendien moet Deutsche Börse eerst toestemming krijgen van de Europese Commissie om te fuseren met Euronext omdat door de eventuele fusie de grootste derivatenbeurs van Europa zou ontstaan. Pas na de toestemming zou Deutsche Börse een formeel bod kunnen doen op Euronext. John Thain, de voorzitter van NYSE, zegt dat het geen multiple choice quiz is en dat het TCI alleen haar eigenbelang nastreeft. Jean-François Théodore, de voorzitter van Euronext, zegt te doen wat goed is voor aandeelhouders en gaat bij bevriende bedrijven langs die hem kunnen beschermen tegen de invloed van de hedgefondsen en tracht de opkomst tijdens de jaarvergadering te verhogen. Het bestuur en de commissarissen van Euronext roepen aandeelhouders op om tegen het voorstel van TCI te stemmen. De resolutie van TCI en andere aandeelhouders om met Deutsche Börse te fuseren haalt het niet op de jaarvergadering in mei 2006 met 41 procent van de stemmen voor en 59 procent van de stemmen tegen. Euronext en de meerderheid van de aandeelhouders waaronder Franse banken, Robeco, PGGM en ABP willen alle opties openhouden.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB stemt tegen de resolutie van TCI en wil ook alle opties openhouden. Een combinatie tussen NYSE en Euronext is wel beter dan een combinatie met Deutsche Börse, omdat er niet een te groot machtsblok in Europa ontstaat.

Uitkomst

Nadat de resolutie is afgewezen eist TCI dat in december 2006 tijdens een buitengewone aandeelhoudersvergadering niet alleen het voorstel tot de fusie tussen Euronext en NYSE ter goedkeuring voorligt maar ook de kans gegeven wordt om te stemmen over het bod van Deutsche Börse. Echter in november 2006 trekt Deutsche Börse haar bod in. De aandeelhouders stemmen met grote meerderheid voor een fusie met NYSE.

Classificatie

Naam vennootschap: Euronext; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2006; Naam fonds: The Children Investment Fund; Land van herkomst: VK; Initieel belang: 10%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): onduidelijk; Situatie vennootschap bij aanvang: geplande fusie; Verzoek hedgefonds: fusie met andere partij; Reactie vennootschap: negatief; Reactie vakbonden: geen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; Medewerking: geen medewerking; andere partij trekt tevens bod in.

Casus 37: Akzo Nobel

In juni 2007 neemt Atticus een belang van enkele procenten in Akzo Nobel. Het hedgefonds wil voorkomen dat Akzo Nobel een hoger bod uitbrengt op Imperial Chemical Industries (ICI) dan het huidige bod van 10,5 miljard euro.

De onderneming: Akzo Nobel

De geschiedenis van de verf- en chemiefabrikant Akzo Nobel gaat in Nederland meer dan 200 jaar terug tot 1792. In 1994 fuseerde de onderneming met de Zweedse verffabrikant Nobel waarna het geheel verder ging onder de naam Akzo Nobel. Akzo Nobel heeft begin 2007 de farmadivisie Organon aan het Amerikaanse Schering-Plough verkocht voor 11 miljard euro. Er verschijnen in de pers geruchten dat private equity fondsen het resterende gedeelte van Akzo Nobel willen overnemen. Akzo Nobel wil met het geld afkomstig uit de verkoop van de farmadivisie de Britse branchegenoot ICI overnemen. Akzo Nobel is vooral uit op de verfdivisie Dulux van ICI om haar marktpositie te verstevigen. Akzo Nobel doet een tot tweemaal toe verhoogd bod op dit bedrijf. Er is sprake van een consolidatie in de chemiesector. Zo wordt de Nederlandse verfproducent SigmaKalon overgenomen door het Amerikaanse PPG, dat Akzo Nobel voorbijstreeft als grootste verfproducent ter wereld. De overnamegolf in de chemiesector heeft meerdere oorzaken. De chemiebedrijven hebben een goed gevulde kas door de stijgende vraag naar chemicaliën als gevolg van de wereldwijde economische groei. Daarnaast kunnen voordelen worden behaald met een gezamenlijke inkoop nu door de gestegen olieprijs de grondstoffen eveneens in prijs zijn gestegen. Bovendien zijn er veel chemiebedrijven te koop, omdat bedrijfsonderdelen die niet tot de kernactiviteiten behoren in de etalage worden gezet.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Atticus: Atticus is een Amerikaans hedgefonds met \$13 miljard onder beheer. Het fonds is in 1995 opgericht door Timothy Barakett die daarvoor eerst bij een aantal andere hedgefondsen waaronder Junction Partners werkzaam is geweest. Atticus slaagt samen met een Engels hedgefonds TCI erin om de overname van de London Stock Exchange door Deutsche Börse te blokkeren. De hedgefondsen stellen voor dat Deutsche Börse een speciaal dividend uitkeert of eigen aandelen inkoopt in plaats van het doen van de overname. Daarnaast bezit of bezat Atticus een belang in onder meer Arcelor, Barclays en Euronext. Atticus mengt zich ook in de overnamestrijd rond ABN Amro. Ze heeft contact gezocht met de directieleden van Barclays en haar standpunt herhaald dat de bank haar overnamepoging moet stopzetten. Volgens Atticus is de overname niet in het belang van de aandeelhouders.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

In juni 2007 neemt Atticus een belang van enkele procenten in Akzo Nobel. Het hedgefonds wil voorkomen dat Akzo Nobel een hoger bod uitbrengt op Imperial Chemical Industries (ICI) dan het huidige bod van 10,5 miljard euro. Volgens geruchten zouden ook hedgefondsen Centaurus en Paulson & Co kleine belangen in Akzo Nobel hebben en druk uitoefenen op de bestuursvoorzitter om geen hoger bod op ICI uit te brengen. Ook de Amerikaanse investeerder TPG-Axon, die 3,5 procent van de aandelen in Akzo Nobel bezit, spreekt zich uit tegen een verhoogd bod.

Reactie van de onderneming:

Er volgt geen officiële reactie van de onderneming op het nieuws dat Atticus een belang heeft genomen. Akzo Nobel doet een verhoogd bod op ICI.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: FNV vreest banenverlies in geval van het doorgaan van de overname. Er is nog geen duidelijkheid over de gevolgen voor de werkgelegenheid. De chemiedivisie wordt na de overname van ICI relatief klein en de FNV vraagt zich af hoe het zit met de continuïteit daarvan.

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: zegt dat na maandenlange overnamespeculatie ICI te duur is geworden voor Akzo Nobel. Akzo Nobel kan beter op eigen kracht groeien aangevuld met kleinere overnames.

Uitkomst

In augustus 2007 bereikt Akzo Nobel een akkoord over de overname van ICI na maandenlange onderhandelingen. Na tweemaal het bod verhoogd te hebben kan Akzo Nobel ICI overnemen voor een prijs van 11,9 miljard euro. Akzo Nobel werkt bij het bod samen met het Duitse chemiebedrijf Henkel. Na de overname neemt het Duitse bedrijf de ICI-onderdelen lijmen en de fabricage van materialen voor de elektronica-industrie over van Akzo Nobel voor een prijs van 4 miljard euro.

Classificatie

Naam vennootschap: Akzo Nobel; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2007; Naam fonds: Atticus; Land van herkomst: VS; Initieel belang: tussen 1% en 5%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: geplande overname; Verzoek hedgefonds: geen hogere bieding; Reactie vennootschap: geen; Reactie vakbonden: steun voor fondsen vanwege vrees voor banenverlies; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; Medewerking: nee.

Casus 38: Nutreco

Activistische hedgefondsen hebben een belang opgebouwd in de diervoederproducent Nutreco. De hedgefondsen willen dat Nutreco een superdividend uitkeert of aandelen inkoopt met het kasmiddelen die zijn vrijgekomen na de verkoop van de zalmkwekerij Marine Harvest.

De onderneming: Nutreco

Nutreco is een producent in diervoeding. Nutreco komt voort uit BP Nutrition en is in 1994 verzelfstandigd door middel van een management buy-out. De onderneming heeft in 2006 haar zalmkwekerij Marine Harvest verkocht voor 1 miljard euro aan het investeringsfonds Geveran Trading. De verkoop van de zalmkwekerij is eerder uiteengezet in Nutreco's strategie "Rebalancing for Growth". De onderneming wil de verkoopopbrengst gebruiken om via externe acquisities door te groeien in vee- en visvoer. Nutreco laat haar oog vallen op Provimi, een Nederlands diervoederbedrijf met een notering in Parijs. Dit bedrijf valt echter in handen van de durfkapitalist Permira. Hierna gaan geruchten dat Permira ook Nutreco wil overnemen. Nutreco doet dan een middelgrote overname. Ze neemt acht diervoederbedrijven over van het Duitse chemieconcern BASF voor een bedrag van 60 miljoen euro. Daarna

volgt een overname van de diervoederdivisie van het Canadese bedrijf Maple Leaf Foods voor 330 miljoen euro. Deze transactie wordt in het derde kwartaal 2007 afgerond.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

Centaurus: Een Londens hedgefonds dat onder meer belegt of heeft belegd in VNU, TNT, Akzo Nobel, Vendex KBB, Getronics, Ahold, CSM, PinkRoccade, en SBM Offshore. Centaurus' fondsbeheerder en chairman is Bernard Oppetit. Deze vijftigjarige Fransman, die met vier Britse en Amerikaanse partners \$2,7 miljard beheert voor instituten uit Europa en de VS, belegt meer dan \$ 400 miljoen in Nederland: een relatief groot deel van de portefeuille. Centaurus bestaat sinds 2000. Daarvoor deed Oppetit vergelijkbare transacties voor de Franse bank Paribas in Parijs en New York.

Paulson & Co.: Een Amerikaans hedgefonds, opgericht door John Paulson in 1994. Het fonds heeft een omvang van 15 miljard dollar en is veelal actief in de VS, bijvoorbeeld op de hypotheekmarkt. Paulson & Co. is tevens actief in Stork en Ahold.

York Capital: York Capital is een Amerikaans hedgefonds opgericht in 1991 door James Dinan. James Dinan werkte daarvoor bij de zakenbank Donaldson, Lufkin & Jenrette en beursbedrijf Kellner, Dileo & Co. Het belegde vermogen bedraagt meer dan \$6 miljard. Volgens geruchten heeft York Capital ook een belang gehad in Ahold.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

Activistische hedgefondsen, waarbij de namen van Centaurus, Paulson & Co en York Capital in de media worden genoemd, hebben naar verluidt een belang van 20% in Nutreco opgebouwd. Er is echter geen belang gemeld bij AFM. Ze vinden dat Nutreco een goede aanwending moet vinden voor het geld dat is vrijgekomen na de verkoop van Marine Harvest. Ze stellen voor dat Nutreco een superdividend uitkeert van 750 miljoen euro. In de kas van Nutreco zit minstens 300 miljoen euro en de hedgefondsen willen dat Nutreco nog eens 450 miljoen euro leent om ook dat geld als dividend uit te keren.

Reactie van de onderneming

De bestuursvoorzitter Dekker zegt in de media dat hij de interesse van hedgefondsen voor zijn onderneming heeft voorzien. Hij kondigt een superdividend aan van 300 miljoen zodra de verkoop van Marine Harvest is afgerond. Er wordt daarnaast voor 50 miljoen euro aan aandelen ingekocht. Daarna volgt opnieuw een superdividend van 170 miljoen euro in 2007.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: geen reactie gevonden

Ondernemingsraad: geen reactie gevonden

VEB: De VEB is tevens van mening dat Nutreco zijn kasgeld zo snel mogelijk moet uitkeren aan de aandeelhouders indien er niet tegen een redelijke prijs kan worden geacquireerd. Dit kan gebeuren in de vorm van een aandeleninkoop of dividend.

Uitkomst

De bestuursvoorzitter van Nutreco vindt dat de hedgefondsen een bedrijf scherp houden. Nutreco heeft gehoor gegeven aan de oproep van activistische beleggers en is tot tweemaal toe overgegaan tot het uitkeren van een superdividend.

Classificatie

Naam vennootschap: Nutreco; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2007; Naam fonds: Centaurus; Paulson & Co; York; Land van herkomst: VK; VS; VS; Initieel belang: ca. 20%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: ruime kasmiddelen na verkoop; Verzoek hedgefonds:

dividend; Reactie vennootschap: positief; Reactie vakbonden: geen; Reactie ondernemingsraad: geen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: instemming; Medewerking: ja.

Casus 39: ABN Amro

Het hedgefonds TCI stuurt een brief aan het bestuur van ABN Amro met het verzoek geen bod uit te brengen op de Italiaanse bank Capitalia. Daarnaast wil TCI ook kunnen stemmen over een opsplitsing of verkopen van bedrijfsonderdelen. Daarop verlaat ABN Amro het beleid om zelfstandig te blijven. Hierna begint een overnamestrijd tussen de Britse bank Barclays en een consortium van de banken Royal Bank of Scotland, Fortis en Santander.

De onderneming: ABN Amro

ABN Amro is een internationale bank met een geschiedenis die teruggaat tot 1824. ABN Amro bezet plaats nummer acht op de ranglijst van grootste Europese bank en plaats nummer 13 op de wereldranglijst. Op 31 december 2006 heeft de bank 105,000 werknemers in dienst, 4,500 filialen in 53 landen en 987 miljard euro balanstotaal. Sinds het aantreden van de bestuursvoorzitter Rijkman Groenink in 2000 blijft het rendement van de bank achter bij die van haar branchegenoten. Dit terwijl Groenink in 2000 aankondigt dat hij in 2004 bij de beste vijf van zelf samengestelde lijst van 20 banken wil behoren wat betreft koerswinst plus dividend. In 2004 staat de bank op plaats elf. Groenink blijft echter de belofte herhalen maar ABN Amro valt zelfs terug naar plaats 15 en 16. Ook doelstellingen aangaande efficiëntie worden niet behaald. Ondanks de tegenvallende prestaties op de beurs grijpen de commissarissen van ABN Amro niet in en blijft Rijkman Groenink de bestuursvoorzitter van de bank. De bestuursvoorzitter wil sterk inzetten op het focussen van de activiteiten van de bank maar slaagt hier volgens analisten onvoldoende in. ABN Amro doet verschillende grote overnames om verder te groeien waaronder de zwaarbevochten overname van de Italiaanse bank Antonveneta in 2006. In september 2006 doen er geruchten de ronde dat ABN Amro wordt overgenomen door de Bank of America. De bank is op zoek naar samenwerking met andere banken.

Hedgefondsen en/of private equity partijen

The Children Investment Fund (TCI): TCI is een Brits hedgefonds in 2003 opgericht door Chris Hohn. Het fonds heeft ongeveer 7,5 miljard euro onder beheer. Chris Hohn heeft daarvoor gewerkt bij het hedgefonds Perry Capital European Fund. TCI slaagt er samen met het Amerikaanse hedgefonds Atticus in om de overname van de London Stock Exchange door Deutsche Börse te blokkeren. De hedgefondsen stellen voor dat Deutsche Börse een speciaal dividend uitkeert of eigen aandelen inkoopt in plaats van het doen van de overname. Later verzet Hohn zich ook zonder hetzelfde succes tegen de fusie tussen NYSE en Euronext.

Tosca: Tosca is een Brits hedgefonds met 3,5 miljard euro onder beheer. Het hedgefonds is gespecialiseerd in banken en verzekeraars en wordt voorgezeten door George Mathewson, de voormalige topman van de Royal Bank of Scotland.

Acties van hedgefondsen en/of private equity partijen

In februari 2007 stuurt TCI een brief aan ABN Amro waarin ze ABN Amro verzoeken geen bod uit te brengen op de Italiaanse bank Capitalia omdat ze denken dat een dergelijke overname een negatief effect zal hebben op de aandelenkoers van ABN Amro. Daarnaast wil TCI kunnen stemmen over het opsplitsen, verkopen of fuseren van de bedrijfsonderdelen. Het verkopen van de bedrijfsonderdelen afzonderlijk levert volgens TCI meer op dan de toenmalige beurswaarde van ABN Amro van 45 miljard euro. TCI verwijst hierbij naar een rapport van Merrill Lynch dat de verschillende bedrijfsonderdelen 9 miljard hoger waardeert op 54 miljard euro. TCI bezit 1 procent van de aandelen ABN Amro maar heeft contact met andere activistische aandeelhouders zoals het hedgefonds Tosca die dezelfde mening zijn toegedaan. Tosca bezit eveneens 1 procent van de aandelen en schrijft een brief aan het bestuur van ABN Amro waarin ze aandringt op zoek te gaan naar een partner die een bod op de bank wil uitbrengen. TCI wil het plan tot splitsing van ABN Amro inbrengen op de aandeelhoudersvergadering.

Reactie van de onderneming

Op 20 februari 2007 wordt tijdens de wekelijkse vergadering van de Raad van Bestuur besloten het beleid om zelfstandig te blijven te verlaten. Dit terwijl de bestuursvoorzitter tijdens de presentatie van de resultaten nog gezegd heeft dat de bank alleen door wil. ABN Amro gaat nu serieus praten met grotere partners waaronder Barclays waarmee sinds januari 2007 contacten zijn. De brief van TCI met het verzoek tot opsplitsing danwel verkopen van bedrijfsonderdelen staat hier volgens ABN Amro los van gelet op het feit dat deze brief pas later die dag per email arriveert. ABN Amro verwerpt de eis tot opsplitsing. In maart begint ABN Amro exclusieve onderhandelingen met Barclays. In april doet een consortium bestaande uit de Royal Bank of Scotland, Santander en Fortis een vijandig bod. Dit indicatieve bod ligt hoger dan het bod van Barclays. Het consortium wil ABN Amro in onderdelen opsplitsen en ABN Amro weigert aanvankelijk het consortium dezelfde toegang tot informatie te geven als Barclays. Wanneer de exclusiviteit van de onderhandelingen met Barclays afloopt, verkoopt ABN Amro binnen vier dagen de Amerikaanse zakenbank LaSalle voor \$21 miljard aan de Bank of America zonder dit voor te leggen aan de aandeelhouders. De VEB vecht met succes de verkoop van de dochter aan bij de Ondernemingskamer. TCI en de VEB vrezen dat de verkoop van LaSalle minder aantrekkelijk wordt voor andere bidders en dat het consortium wellicht afhaakt omdat de Royal Bank of Scotland ook interesse heeft LaSalle. ABN Amro gaat in cassatie tegen de uitspraak. Bank of America dreigt bij het niet doorgaan van de verkoop met een schadeclaim. TCI dreigt met de rechter en schrijft een brief waarin het aftreden van Rijkman Groenink wordt geëist. Groenink roept aandeelhouders op om tegen het splitsingsvoorstel van TCI te stemmen.

Standpunten andere partijen

Vakbonden: FNV Bondgenoten spreekt van een 'horrosscenario' en roept op tegen opsplitsing te stemmen.

Ondernemingsraad: De ondernemingsraad roept aandeelhouders op tegen opsplitsing te stemmen.

VEB: De VEB is van mening dat ABN Amro zich in een overhaaste fusie met Barclays heeft gestort. De VEB is niet tegen het bod van Barclays mits Barclays het hoogste bod uitbrengt en een redelijke behandeling van andere stakeholders waarborgt. ABN Amro dient de deur open te houden voor het bankenconsortium. De VEB spant ook een tweede zaak aan bij de Ondernemingskamer. De VEB wil dat de Ondernemingskamer het bestuur van ABN Amro vervangt door drie onafhankelijke commissarissen die de verkoop van de bank verder afhandelen.

Uitkomst

Tijdens de jaarvergadering wordt gestemd over het voorstel tot splitsing van TCI. De meerderheid van de aandeelhouders (60 procent) stemt voor het voorstel ondanks het pleidooi van Groenink om de fusie met Barclays te steunen welke volgens hem een betere culturele en zakelijke fit is. Bovendien zou de fusie met Barclays volgens Groenink gepaard gaan met minder banenverlies dan het opsplitsen van de bank. ABP, PGGM en Robeco stemmen tegen. De stemming is adviserend. Barclays verhoogt haar bod op de aandelen. De uitspraak van de Ondernemingskamer over de verkoop van LaSalle wordt vernietigd door de Hoge Raad waardoor alsnog verkoop kan plaatsvinden aan Bank of America ondanks een hoger bod van \$24,5 miljard voor LaSalle van het consortium. Het bankenconsortium herhaalt haar bod van 71,1 miljard euro maar dit maal zonder LaSalle waarbij 93 procent in contanten wordt betaald en 7 procent in aandelen. Dit bod ligt hoger dan het bod van Barclays van 67,5 miljard euro onder meer doordat het bod van Barclays grotendeels in aandelen is en de aandelen van Barclays op de beurs onder druk staan. Op 30 juli 2007 trekt ABN Amro haar steun voor het Barclays bod in en wordt met het consortium gesproken over overname.

Daarnaast leiden de ontwikkelingen rondom ABN Amro tot een brede discussie over het aandeelhoudersactivisme door hedgefondsen. De Nederlandsche Bank (DNB) is van mening dat TCI met haar voorstellen een brug te ver gaat. DNB heeft op grond van de Wet de mogelijkheid in te grijpen als een aandeelhouder of een groep aandeelhouders meer dan 10% in een bank wil verwerven. De bank moet in dat geval een verklaring van geen bezwaar afgeven. Eén van de criteria daarbij is dat de bedrijfsuitoefening van de bank niet in het geding komt. Ook de Tweede Kamer en de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) maken zich zorgen. Onder druk van de VEB en de Europese Commissie moet DNB haar toon echter matigen omdat niet de indruk mag ontstaan dat Nederland een

protectionistisch beleid voert ten aanzien van hedgefondsen of private equity. Er komt een hoorzitting waarbij private equity en hedgefondsen in de Tweede Kamer uitleg komen geven. Er worden diverse voorstellen gedaan in verband met de ontwikkelingen rond ABN Amro. De Vereniging voor Effectenuitgevende Ondernemingen (VEUO) stelt voor de drempel voor de meldplicht te verlagen tot 1 procent. De commissie ter bewaking van de Code-Tabaksblat vraagt de wetgever om de drempel tot agendering op de aandeelhoudersvergadering te verhogen van 1 naar 3 procent.

Classificatie

Naam vennootschap: ABN Amro; Jaar aanvang activiteit hedgefonds: 2007; Naam fonds: The Children Investment Fund; Tosca; Land van herkomst: VK; Initieel belang: samen 2%; Samenwerking met andere fondsen (of fondsen met vergelijkbare opinie): ja; Situatie vennootschap bij aanvang: geplande overname; Verzoek hedgefonds: geen overname en verkoop; Reactie vennootschap: neutraal, onderhandeling met derde partij; Reactie vakbonden: tegen; Reactie ondernemingsraad: tegen; Reactie Vereniging van Effectenbezitters: deels instemming; Medewerking: voorstel tot splitsing op AvA aangenomen maar adviserend; overnamestrijd loopt nog.

