Te verschijnen in:
"Private Equity en Aandeelhoudersactivisme"

Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde
Preadviezen 2007 (jaarvergadering 11december)

2 Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur

Prof. dr. A.W.A. Boot & Prof.dr. K. Cools RA

Wie heeft het voor het zeggen in bij beursgenoteerde ondernemingen? Ondernemingen voelen zich onder druk gezet. Aandeelhouders beginnen steeds meer aan de weg te timmeren. De inmiddels fameuze brief van hedgefonds TCI aan het adres van ABN AMRO, de perikelen bij Stork en eerder bij VNU en Shell lijken Nederland te hebben wakker geschud. Bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen kunnen 'plotseling' niet meer om hun aandeelhouders heen, althans zo lijkt het.

Private equity en activistische aandeelhouders. Twee modieuze thema's die ten onrechte vaak in één adem worden genoemd maar die wel beide het hart van een vrije markteconomie raken: de economische organisatie, leiderschap en governance van ondernemingen.

Volgens sommigen zijn private equity en activistische aandeelhouders identieke wezens en zijn het allemaal sprinkhanen. Als je ze echter van iets naderbij bekijkt dan blijken het twee geheel verschillende diersoorten te zijn. Private equity (PE) is één van de vier belangrijkste westerse governance modellen, naast public equity (beursgenoteerde ondernemingen), familiebedrijven en coöperaties. Private equity in de meest letterlijke zin is aandelenvermogen in bedrijven die niet beursgenoteerd zijn. In de praktijk echter wordt de term private equity gebruikt voor risicodragend kapitaal dat ingebracht wordt door participatiemaatschappijen. In dit specifieke governance model gebruiken participatiemaatschappij hun positie als aandeelhouder om aanzienlijke invloed en controle op het management uit te oefenen, vaak gecombineerd met de inbreng van expertise. Activistische aandeelhouders daarentegen is een categorie aandeelhouders binnen het public equity governance model.

De overeenkomst tussen activistische aandeelhouders en PE is dat beide de achilleshiel van de beursgenoteerde onderneming als governance model pijnlijk bloot leggen. Die achilleshiel is de zwakke relatie tussen aandeelhouders en bestuur omdat aandeelhouders zeer beperkte informatie hebben over het reilen en zeilen

van de onderneming en (individueel) vrijwel geen zeggenschap. Staan gespreid aandelenbezit - en daarmee de verwatering van invloed van aandeelhouders – en grote informatie asymmetrie in het public equity governance model niet op gespannen voet met de noodzakelijke disciplinerende rol van aandeelhouders vis a vis het bestuur?

Onder de titel *Eclipse of the public corporation* voorspelde Michael Jensen in 1989 de teloorgang van de beursgenoteerde onderneming (Jensen, 1989). Gebrek aan control op het bestuur zou tot grote inefficiënties leiden, met name een niet te onderdrukken neiging van het bestuur om zich uit te leven in 'empire building'. Weliswaar is zijn voorspelling niet onmiddellijk uitgekomen – niet in de laatste plaats vanwege de historisch ongeëvenaarde beurshausse in de jaren negentig – maar de recente opkomst van zowel private equity als activistische aandeelhouders maken zijn analyse actueler dan ooit.

Dit preadvies is opgebouwd als volgt. In paragraaf 2.1 bespreken we de herkomst en recente opkomst van private equity en activistische aandeelhouders, inclusief hun historische aandelenrendementen. Paragraaf 2.2 geeft een overzicht van de kracht en zwakte van public en private equity, met bijzondere aandacht voor de rol van activistische aandeelhouders binnen public equity. Deze partijen zien wij als belangrijke correctiemechanismen op public equity, echter niet zonder nadelen.

In paragraaf 2.3 geven we een antwoord op de vraag hoe het public equity model versterkt kan worden. Een sterkere rol van de Raad van Commissarissen en grotere stabiliteit onder de aandeelhouders(basis) van beursgenoteerde ondernemingen zijn de twee belangrijkste elementen. Dit laatste kan betekenen dat niet-public equity (hetgeen automatisch meer stabiliteit geeft) aan belang zal winnen. We opperen de mogelijkheid dat op grote schaal participatiemaatschappijen gaan ontstaan die langdurig gaan investeren als minderheidsaandeelhouder in zowel beurs- als niet-beursgenoteerde ondernemingen. Wat betreft de Raad van Commissarissen zijn grotere diversiteit, verjonging, hogere beloning en betere informatievoorziening noodzakelijk. Een significante wijziging van de rol van de RvC is te verwachten. Zij zal niet kunnen ontsnappen aan een veel nauwere betrokkenheid bij de strategie en uitvoering op hoofdlijnen. Dit stelt nog hogere eisen aan de vereiste onafhankelijkheid. De afwachtende en controlerende rol – die door SOX-achtige veranderingen (compliance, audit, risico management)[1] al enorm is uitgebreid – wordt verder op de proef gesteld.

De vaak eenzijdige samenstelling qua leeftijd, geslacht en achtergrond en de nog steeds (te) grote afstand van onze raden van commissarissen past niet bij de actieve en disciplinerende rol die raden van commissarissen in toenemende mate

[1] SOX verwijst naar de Sarbanes Oxley Act die in de VS meteen na de boekhoudschandalen van rond 2000 is aangenomen.

moeten gaan innemen bij beursgenoteerde ondernemingen. Ogenschijnlijk paradoxaal, maar cruciaal, moet het management tegelijkertijd voldoende ruimte en flexibiliteit krijgen bij de (uitvoering van de) strategie om in te kunnen spelen op zich voortdurende wijzigende omstandigheden.

Tegelijkertijd bepleiten we grote terughoudendheid bij het (weer) opwerpen van barrières om de aandeelhouder op afstand te houden. Wij sluiten enige aanpassingen niet uit, maar die betreffen voornamelijk een ordentelijk proces met aandeelhouders in 'oorlogstijd'. In internationaal perspectief is de Nederlandse vennootschap immers relatief onbeschermd. Paragraaf 2.4 vat samen en concludeert.

2.1 Oorsprong en opkomst van public en private equity[2]

2.1.1 Public equity

's Werelds eerste onderneming met gespreid aandelenkapitaal is van Nederlandse origine, de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC). Frentrop (2002) laat zien hoe groot de agency problemen bij de VOC waren vanaf de oprichting in 1602 tot het einde van haar bestaan bijna twee eeuwen later. Het bestuur (de Heeren XVII) was oppermachtig en maakte daar voortdurend misbruik van, de aandeelhouders hadden nauwelijks enige zeggenschap. Onder meer door de ervaringen met de VOC en enkele andere (scheepvaart)ondernemingen en door de wettelijke beperkingen (de zogenaamde Bubble Act) ten gevolge van de South Sea Bubble beurskrach in 1720 waren aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen veelal kleine groepen ondernemende kapitaalverschaffers die als 'insiders' van de vennootschap konden worden beschouwd. De belangrijkste reden voor een beursnotering was niet zozeer de behoefte om kapitaal aan te trekken bij een groot publiek, maar om de verhandelbaarheid van aandelen tussen de ondernemende grootaandeelhouders te kunnen vergroten en risico te spreiden. De levensduur van genoteerde ondernemingen was doorgaans beperkt (Frentrop, 2002, Chandler, 1977). Zo was, bijvoorbeeld, de gemiddelde resterende levensduur van alle in 1889 te Amsterdam genoteerde ondernemingen 32 jaar.

Genoteerde aandelen leken in de 17^{e} en 18^{e} eeuw door de relatief beperkte groep van aandeelhouders meer op het huidige private equity dan op 21ste eeuws gespreid public equity. Zowel in continentaal Europa als in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten was ook het aantal genoteerde aandelen tot aan het einde van de 19^{e} eeuw gering en beperkte zich tot vrijwel geheel tot handelson-

[2] Met dank aan Pim Altena bij het tot stand komen van deze paragraaf.

dernemingen in Europa en Spoorwegmaatschappijen in de Verenigde Staten.[3] Pas nadat in 1889 het vennootschapsrecht in New Jersey het mogelijk maakte dat vennootschappen aandelen in andere vennootschappen mochten bezitten konden zogenaamde 'holdings' ontstaan. Na de grote Amerikaanse fusiegolf ronde de eeuwwisseling vonden industriële ondernemingen in het kielzog van de spoorwegmaatschappijen in grote getale hun weg naar de beurs. Public equity was definitief doorgebroken.

Ondernemingen in de negentiende eeuw waren voornamelijk entiteiten die de overheid in staat stelden om hun (maatschappelijke) doelen te realiseren. Het beperken van de economische macht van private personen of instellingen was een belangrijke zorg. Of zoals Millon (1990) schrijft over de private onderneming uit die tijd "…it owed its existence to the positive law of the state rather than to the private individual initiative of incorporators." Dat betekende ook dat ondernemingen werden geacht hun activiteiten te ontplooien in het belang van alle stakeholders en niet slechts het belang van de aandeelhouders. De juridische norm die vorm gaf aan dat systeem was de *ultra vires* doctrine, die zegt dat een onderneming zich strikt moet beperken tot haar maatschappelijke en statutaire doelstellingen[4] (Sundaram en Inkpen, 2004).

De sterke groei van beursgenoteerde ondernemingen tegen het einde van de negentiende eeuw betekende nog niet dat ook het aandeelhoudersdenken definitief was doorgebroken. Dat gebeurde pas met de Dogde vs Ford Motor Company uitspraak door het Hooggerechtshof van Michigan in 1919. De Dogde broeders, die minderheidsaandeelhouders waren in Ford, eisten dat niet alle winsten werden ingehouden, maar (deels) zouden worden uitgekeerd aan de aandeelhouders. Het Hooggerechtshof stelde de gebroeders Dodge in het gelijk, met de tekst "The business corporation is organized and carried on primarily for the profit of stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end and does not extend to a change in the end itself, to reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes." Deze nieuwe juridische norm werd kort daarop overgenomen en economisch onderbouwd door Berle en Means (1932).

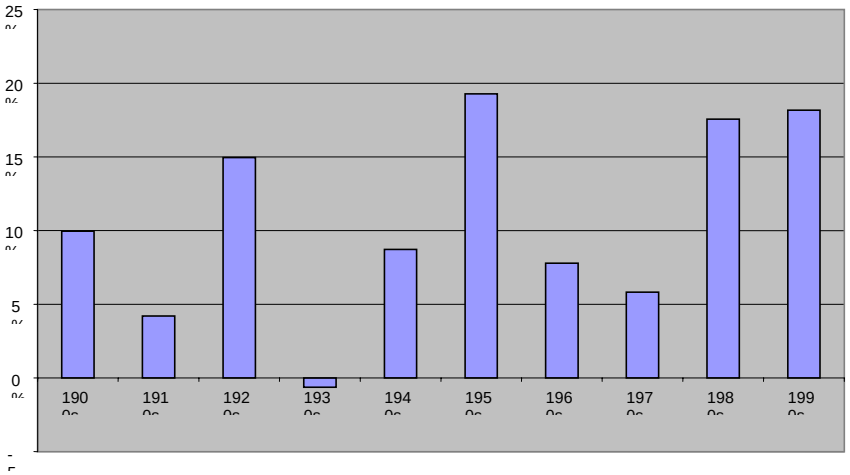
Anders dan veelal wordt gedacht heeft het aandeelhouders denken uit de eerste drie decennia van de vorige eeuw zich niet in een rechte lijn doorgezet tot aan het aandeelhoudersprimaat wat de Verenigde Staten en in toenemende mate Europa, vandaag (zeggen te) kennen. Sterker, de beurscrach van 1929 die grote

[3] In 1896 bevatte de Dow Jones Industrials index van de New Yorkse effectenbeurs *alle* industriële ondernemingen. Dat waren er twaalf. Daarnaast waren er 53 spoorwegmaatschappijen en zes nutsbedrijven in genoteerd (Frentrop, 2002).

[4] Bijvoorbeeld een private bank uit de staat New York kan niet actief worden in de staal sector in New York of bancaire activiteiten in Arizona ontplooien, dat zou in strijd zijn met de originele macht en mandaat die de staat New York deze onderneming gegeven heeft.

maatschappelijke kosten veroorzaakte en een invloedrijk artikel in de Harvard Law Review uit 1932 van Dodd markeerden het begin van vier decennia stakeholderdenken in de VS. De redenering luidde dat wanneer een onderneming een afzonderlijke entiteit is, los van haar aandeelhouders, dat zij dan ook burgerlijke plichten heeft, oftewel corporate social responsibility (Dodd, 1932). De laatste twee decennia van de vorige eeuw zwaaide de slinger weer terug richting het primaat van de aandeelhouders. De sterke stellingname van Milton Friedman (1970) dat de enige maatschappelijke verantwoordelijkheid van een onderneming is het maken van winst, het ontstaan van agency theorie (Jensen en Meckling, 1976), de vijandige LBO's in de jaren '80 die een einde maakten aan de ondernemingspraktijken uit de jaren '60 en '70, de overname golven sinds de jaren '80 (Holmstrom en Kaplan, 2001; Davis e.a., 1994), de economische politiek van Reagan en Thatcher en de val van het communisme hebben sterk bijgedragen aan het geloof in een vrije markteconomie en het primaat van de aandeelhouder als de residual claimant in wiens opdracht het management aandeelhouderswaarde moet maximaliseren.

Figuur 2.1 Jaarlijks rendement public equity in de 20ste eeuw
Bron: Annual data on U.S. stock market by Robert J. Schiller, October 2007



2.1.2 Opkomst van activistische aandeelhouders binnen het public equity model

Geen public equity zonder activistische aandeelhouders, zo lijkt het. Ze waren er vanaf dag één. Het machtsmisbruik door de Heeren XVII leidde reeds binnen zes jaar na oprichting van de VOC tot groot verzet onder de aandeelhouders, verenigd als de 'Dolerende participanten' (de huilende aandeelhouders). Geen inzicht in de cijfers, geen dividendbetaling, zelfverrijking door de bestuurders en een te laag rendement vanwege onvoldoende gebruik van het octrooi (monopolie) in delen van Azië en Afrika waren de belangrijkste strijdpunten. Dankzij het 'old boys netwerk' van de 'Heeren' werden zij aanvankelijk ook nog in het gelijk gesteld door Oldenbarnevelt en de Staten-Generaal. Het was een felle strijd. De hooghartige bestuurders en aristocraten van de VOC bestempelden de activisten als 'calissen' (vagebonden, schooiers), bankroetiers en speculanten. De Dolerende Participanten antwoorden dat "erger dan bankroetiers diegenen waren te achten, die weigerden aan rechthebbenden hun boeken te laten zien en rekening af te leggen" (Cools, 2005).

Sinds die eerste jaren van de VOC is er binnen het public equity model altijd al sprake geweest van activistische aandeelhouders, meestal in de vorm van grootaandeelhouders. In veel gevallen betrof dat (afstammelingen van) de oprichter. Vanaf de jaren '80 van de twintigste eeuw werden nieuwe categorieën activistische aandeelhouders actief die beide het management aanspreken op falende strategie, prestaties of governance issues. Een kleine, maar invloedrijke categorie betreft een aantal individuele maar vermogende beleggers die op basis van een klein percentage van het aandelenkapitaal het management aanspreken op het beleid en concrete eisen stellen met betrekking tot strategie of (ontslag van) bestuurders. Voorbeelden zijn Carl Icahn, T. Boone Pickens en Kirk Kerkorian. De tweede categorie bestond aanvankelijk uit met name één speler, 's werelds grootste pensioenfonds CalPERS. In de jaren '80 heeft CalPERS een beleid ontwikkeld waarbij zij onderpresterende ondernemingen uit hun portfolio selecteren waar zij actief het management aanspreken op strategie en/of de uitvoering ervan. Bovendien worden die ondernemingen gepubliceerd op CalPERS' beruchte *annual focus list*. Alhoewel enkele initiële studies vinden dat de korte termijn rendementen van interventies door activistische niet-hedge fonds aandeelhouders weliswaar positief zijn, maar niet statistische significant, vindt Barber (2006) dat CalPERS voor de ondernemingen op zijn *annual focus list* over de periode 1992-2005 in totaal $3,1 miljard aan waardecreatie heeft gerealiseerd. Met een statistisch significant rendement dat 26 basispunten hoger is dan het marktrendement.

In de jaren '90 is een nieuwe activistische aandeelhouder opgestaan in de vorm van activistische hedge fondsen. 'Hedge fonds' is een algemene benaming voor ongereguleerde investeringsfondsen. De term komt uit de VS, waar in 1949 Alfred Winslow Sloan een investeringsfonds startte met als strategie een long posi-

tie in te nemen in goed presterende bedrijven en tegelijkertijd short posities in te nemen in ondernemingen uit dezelfde sector waar hij minder vertrouwen in had. Hiermee kon hij effectief het sectorrisico afdekken ('hedgen'), 2006, Caldwell, 1995).

De oorspronkelijke hedge fondsen legden zich toe op het opsporen en uitnutten van inefficiënties in de financiële markten (arbitrage). Hierbij maakten zij veel gebruik van short-posities en leverage (beleggen met geleend geld). Deze handelingen worden onder de Amerikaanse effectenwetgeving – die na de crash van 1929 geleidelijk is ingevoerd – aan banden gelegd voor gereguleerde beleggingsinstellingen. Om zich aan deze regelgeving te onttrekken moeten hedge funds een aantal regels in acht nemen: niet adverteren aan het grote publiek en alleen investeringen aannemen van 'accredited investors': diegenen die minimaal $5 miljoen in investeringen hebben. Beleggen in hedge fondsen was in principe voorbehouden aan particulieren met aanzienlijke vermogens (Klein en Zur, 2006). Tegenwoordig wordt de term hedge fonds gebruikt voor investeringsmaatschappijen die zich aan het toezicht en de regelgeving onttrekken. Door hun ongereguleerde status zijn hedge fondsen in de VS beter in staat tot activisme dan andere (grote) institutionele beleggers. Beleggingsfondsen (mutual funds) en pensioenfondsen in de VS mogen niet meer dan 10% van het aandelenkapitaal van een bedrijf verwerven, noch meer dan 5% van hun kapitaal in een individueel bedrijf investeren. Ze zijn vrijer in constructies om zeggenschapsrechten te verwerven zonder economisch bezit (empty voting) en de beloning van hedge fonds managers is biedt meer vrijheidsgraden.

In de jaren '90 kwamen hedge fondsen sterk in de mode, maar door de toevloed van kapitaal kwamen hun rendementen de laatste jaren onder druk te staan (van jaarlijks 17% in 1990-1999 naar 7% in 2000-2004). Dat leidde tot een zoektocht naar nieuwe bestemmingen voor hun kapitaal. Sinds eind jaren negentig richt een beperkt aantal hedge fondsen zich op 'reële' inefficiënties, lees falend management van beursfondsen (recent activistische hedge fondsen in ons land zijn ondermeer TCI, Centaurus, Paulson en Knight Vinke). Hun aantal blijft echter relatief klein, slechts 1% van de hedge fondsen heeft een activistische strategie (Thompson, 2007).

Activistische hedge fondsen richten hun pijlen veelal op winstgevende ondernemingen met een positieve cash-flow die een achterblijvende performance hebben en ondergewaardeerd zijn binnen hun sector (Brav e.a. 2007, Klein en Zur, 2006). In plaats van passief af te wachten tot deze onderwaardering verdwijnt ondernemen zij actief stappen deze te doen verdwijnen. In volgorde van belangrijkheid stellen zij eisen aan het management met betrekking tot a. verkoop van (delen van) de onderneming aan een andere partij (ABN AMRO), b. het teruggeven van cash aan de aandeelhouders middels extra dividenden of het terugkopen van aandelen (ABN AMRO), c. de te voeren strategie (Stork, ABN AMRO, Ahold), inclusief het verijdelen van overnames (Deutsche Börse, VNU, ABN

AMRO), d. samenstelling van het bestuur (Deutsche Börse in tweede instantie, en Stork in tweede instantie) en e. corporate governance (Shell) en/of de vermogensstructuur. Door in te grijpen in één of meerdere van deze elementen mikken activistische hedge fondsen op een koersstijging op korte termijn. Zij gaan daarbij veelal zeer grondig en professioneel te werk en verrichten uitvoerige analyses, inclusief gesprekken met (ex-)werknemers en klanten, voordat zij hun eisen aan de target publiek maken. Meestal is hun aandelenbezit beperkt tot maximaal enkele procenten, maar verwachten zij dat andere aandeelhouders, zowel hedge fondsen als ook institutionele beleggers hun eisen zullen ondersteunen. Wanneer eenmaal de eisen op tafel en op straat liggen worden soms weinig middelen geschuwd het (rendements)doel te bereiken, zoals concerted action, koersmanipulatie, het bewerken van de media en het verspreiden van geruchten.

De gehele categorie activistische aandeelhouders is niet een nauwkeurig omschreven groep spelers. Daarom is het lastig om volumina en rendementen in kaart te brengen, laat staan deze te analyseren. Ons baserend op schattingen van anderen is er voor hedge fondsen sprake van een gemiddelde 24% jaarlijkse groei sinds 2000 (Thompson, SDC) met een totaal geïnvesteerd vermogen eind 2006 van naar schatting $1.500 mrd, verdeeld over ruim 8000 hedge fondsen. Over de hele periode 1988-2006 bedroeg het jaarlijkse rendement volgens de Greenwich Global Hedge Fund Index 15,4%, versus 12,2% van de S&P 500 index over dezelfde periode. Het rendement laat een dalende trend zien: van jaarlijks 17% in 1990-1999 naar 7% in 2000-2004. Het lijkt er sterk op, hoe kan het ook anders in een markteconomie, dat de rendementen dalen naarmate het aanbod stijgt. Niettemin worden voor individuele fondsen nog soms buitengewone positieve rendementen gerapporteerd. Becht e.a. (2006) vinden voor het Britse Hermes fonds een netto positief abnormaal rendement (risico gecorrigeerd en na kosten ten opzichte van een vergelijkbare marktportefeuille) van 4.9%. Andere recente studies vinden positieve bruto abnormale rendementen (exclusief kosten en zonder risicocorrectie) van rond de 10% op de investeringen van activistische hedge fondsen in de VS (Klein en Zur, 2006, Greenwood en Schor, 2007).

De effecten van activistische hedge fondsen variëren sterk, afhankelijk van het soort eisen dat wordt gesteld en de mate van vijandigheid. Ook zien we het toenemend volume annex afnemend rendement van niet-activistische hedge funds in de jaren negentig nu ook terug bij activistische hedge fondsen. Er is blijkbaar sprake van arbitrage binnen en tussen verschillende modellen van hedge fondsen. Dit blijkt onder meer uit Brav e.a. (2007), vooralsnog de meest omvattende studie naar de karakteristieken en prestaties van hedge fondsen. Op basis van 888 acties in de Verenigde Staten van 131 activistische hedge fondsen gedurende de jaren 2001-2005 laten Brav e.a. (2007) zien dat activisme gericht op de verkoop van de onderneming de hoogste buitengewone rendementen (10,9%) genereert, gevolgd door veranderingen in de business strategie (4,4%). Acties met betrekking tot de vermogensstructuur (schuldherstructurering, vermogensverhoudin-

gen, aandeleninkoop) daarentegen leveren geen significant rendement op. Ook vinden Brav e.a. (2007) dat vijandige acties hogere rendementen genereren dan niet-vijandige en dat de operationele prestaties van de beursondernemingen in de periode na het activisme doorgaans verbeteren. De resultaten zijn gebaseerd op korte termijn aankondigingseffecten, maar de rendementen verdwijnen niet gedurende het jaar daaropvolgend. Het gemiddeld abnormaal rendement dat Brav e.a. (2007) rapporteren ligt tussen de 5% en 7%. Dit is echter het gemiddelde van een neergaande beweging die begint bij 10,6% in 2001 en eindigt bij 4,8% in 2005. Tegelijkertijd is het jaarlijks aantal acties van activistische hedge fondsen over de bestudeerde periode sterk toegenomen. Dit wijst er op dat ook aandeelhouder activisme gewoon een andere vorm van arbitrage is. Geen arbitrage via koop en verkoop van financiële titels, maar door invloed uit te oefenen op de bedrijfsvoering zelf. Niettemin suggereren Brav e.a. (2007) dat het activisme van hedge fondsen toch een blijvend instrument van corporate governance zal blijven, maar tegen lagere rendementen dan direct na de eeuwwisseling.

Al met al wijzen de resultaten van empirisch onderzoek er op dat ingrijpen door activistische aandeelhouders significante waarde voor aandeelhouders creëert. Weliswaar is het rendement groter naarmate het aantal activistische spelers en acties kleiner is, waarna door arbitrage het rendement zal dalen (en later weer stijgen), maar een renderende markt voor aandeelhouder activisme zal blijven bestaan, ook na 400 jaar. Daarvoor biedt het public equity model door zijn eigen zwaktes schijnbaar de ruimte.

2.1.3 Opkomst van private equity

Terwijl het begrip public equity heel helder is (beursgenoteerde ondernemingen met gespreid aandelenkapitaal) is de term private equity zoals al in de inleiding aangegeven minder eenduidig. Als we de term letterlijk nemen betreft private equity aandelenbezit in ondernemingen waarvan de aandelen niet beursgenoteerd zijn. Wij sluiten echter aan bij het in de praktijk gegroeide gebruik van het begrip private equity: risicodragend kapitaal ingebracht door participatiemaatschappijen. De twee belangrijkste categorieën zijn durfkapitaal (venture capital en participaties in jonge, groeiende ondernemingen) en (leveraged) buy-outs. De discussie over private equity, als alternatief of tegenhanger van public equity, heeft met name betrekking op buy-outs. Buy-outs zijn transacties waarbij ondernemingen van de beurs worden gehaald door private equity fondsen vaak met een aanzienlijke inbreng van vreemd vermogen. We zullen in dit preadvies het fenomeen private equity beperken tot die fondsen. Een private equity fonds kent limited partners (de aandeelhouders) en general partners (het management van het fonds). De general partners, veelal institutionele beleggers, commiteren zich gedurende de looptijd van het fonds voor een bepaald bedrag. De looptijd van een fonds is doorgaans niet meer dan 10 jaar (Barber en Goold, 2007), waarna het fonds wordt geliquideerd. De globale fee structuur is een 1,5% a 2% vaste vergoeding voor de general partners op het gecommitteerde of belegde vermogen

plus zo'n 20% performance fee over het rendement per jaar. De bedragen die daarmee gemoeid zijn zijn vaak aanzienlijk en kunnen ook leiden tot serieuze agency problemen tussen limited en general partners. Doorgaans is er sprake van een lead PE fonds bij een bepaalde participatie, waarbij zeker bij grotere acquisities in totaal 3 tot 5 fondsen gezamenlijk participeren. De looptijd van een participatie ligt gemiddeld tussen de 4 en 6 jaar (Renneboog e.a., 2007).

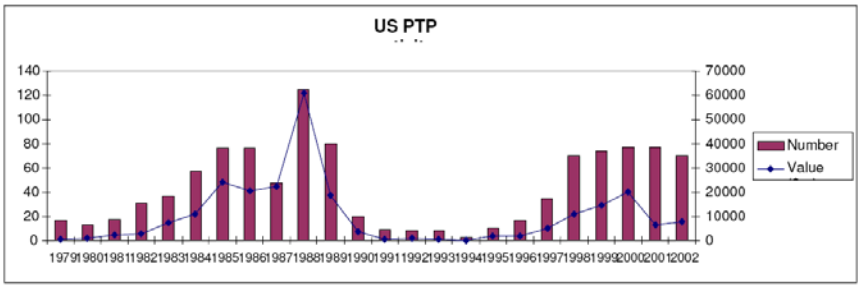
Tabel 2.1 Beheerd vermogen van private equity fondsen, Juni 2007

Bron: BusinessWeek

Naam	**Hoofdkantoor**	**Beheerd vermogen (USD MLD)**
Blackstone Group	New York	49,7
The Carlyle Group	Washington DC	39,8
Goldman Sachs Private Equity Group	New York	39
Credit Suisse Customized Fund Investment Group	New York	34,1
Kohlberg Kravis Roberts	New York	32,9
Texas Pacific Group	Fort Worth	31,2
Permira	London	26,2
Warburg Pincus	New York	28,2
HarbourVest Partners	Boston	22,2
Apollo Management	New York	21,9
Bain Capital Partners	Boston	21,1
Oaktree Capital Management	Los Angeles	19,8
Apax Partners	London	19,2
CVC Capital Partners	London	18,1
Lehman Brothers Holdings	New York	17

De grootste en bekendste private equity fondsen, waarvan de meeste ook in Nederland actief zijn, zijn KKR, Permira, Cinven, Apax, CVC en 3i. Tabel 2.1 geeft een overzicht van de vermogens van de 15 grootste private equity fondsen wereldwijd.

Figuur 2.2 Buy-outs in de Verenigde Staten
Bron: Centre for Management Buy-out research

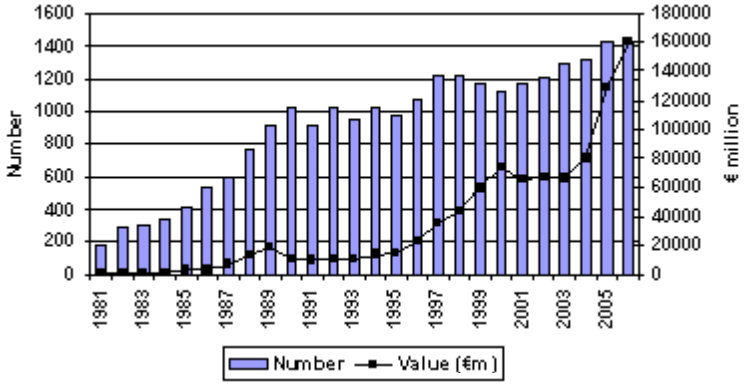


Private equity is pas van de grond gekomen in de jaren tachtig van de vorige eeuw en heeft daarna – zoals gewoonlijk bij economische verschijnselen – flinke golfbewegingen gekend. Figuur 2.2 geeft de ontwikkeling weer van de jaarlijkse volumina van public to private transacties (de belangrijkste deelverzameling van private equity) tussen 1980 en 2002 in de Verenigde Staten. In Figuur 2.3 is de ontwikkeling in Europa opgenomen. Meer recentelijk is er door de in de zomer van 2007 ontstane sub-prime creditproblemen een afvlakking te zien. De eerste grote golf in de jaren tachtig was gericht op herstructurering van inefficiënte conglomeraten in de VS. Het verbeterpotentieel was groot, geconcentreerd eigendom kon dat potentieel realiseren en een bloeiende markt voor high yield (yunk) bonds was een belangrijke bron voor (disciplinerende) schuldfinanciering. De meest spraakmakende transactie was de leveraged buy-out van RJR Nabisco, een conglomeraat gericht op met name tabak en voedingsmiddelen, in 1988 door KKR voor 25 miljard dollar (beeldend beschreven in 'Barbarians at the gate', Burroughs en Helyar, 1990).

De hoge rendementen in de jaren tachtig zorgden voor een enorm aanbod van private equity vermogen waardoor de rendementen onder druk kwamen te staan en de markt in het begin van de jaren negentig sterk terug liep (Wright e.a., 2001). De sterke economische groei tijdens de jaren negentig leidde tot een tweede PE golf, dit keer meer op financial engineering en groei(financiering) gericht dan op herstructureringen en gestimuleerd door een zeer gunstige markt voor beursintroducties. Door de economische stagnatie en beperkte exit mogelijkheden vanwege de dalende aandelenkoersen zakte de PE markt na 1999 weer in totdat de nieuwe economische groei vanaf 2002 een aanzet gaf tot de huidige PE boom (Smit en van den Berg, 2007; McKinsey, 2006). Deze derde golf is veel sterker dan de eerdere twee gericht op zogenaamde op groei gerichte *buy-and-build* strategieën en consolidatie binnen sectoren. Twee recente voorbeelden in Nederland zijn de acquisitie in 2007 van de afvalinzamelaar Van Gansewinkel door de in 2005 door KKR en CVC gekochte afvalverwerker AVR en de acquisi-

tie in 2006 van de drie kabelbedrijven Essent Kabelcom, Casema en Multikabel door Cinven en Warburg Pincus.

Figuur 2.3 Ontwikkeling private equity (management buy-outs en leveraged buy-outs) in Europa 1981-2006, aantallen deals en totale waarde
Bron: Centre for Management Buy-out Research



In tegenstelling tot de Verenigde Staten heeft PE in Europa een gestage groei doorgemaakt, van een (langdurige) inzinking in de jaren negentig is geen sprake (zie Figuur 2.3). Een andere indicatie van het toegenomen belang van PE is het aandeel van PE in alle fusies en overnames. In 2001 bestond 5% van alle wereldwijde fusie en overname deals uit PE transacties, terwijl in 2006 dat percentage is gestegen tot 25%. Niet alleen het (relatieve) volume, maar ook de dealgrootte is verder gestegen. Zo is het wereldwijde volume van PE buy-outs groter dan $1 mrd gegroeid van $28 mrd in 2000 tot $502 mrd in 2006 (Barber en Goold, 2007). Een recent voorbeeld van de almaar grotere transacties is het bod van $45 mrd door een groep PE fondsen onder leiding van KKR en TPG op het Texaanse energiebedrijf TXU .

Sinds kort zijn er ook enkele PE fondsen op zoek gaan naar andere modellen. Sommige PE fondsen nemen nu ook minderheidsparticipaties in onderpresterende beursfondsen om zodoende een graantje proberen mee te pikken van het business model van hedge fondsen en andere activistische aandeelhouders.[5]

[5] Een andere ontwikkeling is het naar de beurs gaan van private equity ondernemingen zelf. Over de redenen en gevolgen hiervan zie bijvoorbeeld Fleischer (2007).

2.1.4 Rendementen van private equity

Een goede vergelijking van de rendementen van public en private equity is lastig. De belangrijkste reden is dat private equity illiquide is en de rendementen van de individuele participaties doorgaans niet waarneembaar zijn. De rendementen over de levensduur van een fonds als geheel (IRR, internal rate of return), van start tot liquidatie, worden weliswaar gepubliceerd maar zijn onderling slecht vergelijkbaar vanwege grote gevoeligheid voor de periode (bijv. in- of exclusief (een deel van) de succesjaren ’80 of ’90), het risicoprofiel van de participaties, de mate van leverage en het wisselende percentage van het gecommitteerde vermogen wat daadwerkelijk is belegd. Doorgaans wordt de IRR berekend over alle werkelijke cash in- en outflows, terwijl het gecommitteerde vermogen wat niet is opgevraagd wel continu bij de limited partners beschikbaar moet zijn en dus een relatief laag rendement genereert. Deze ‘beschikbaarheidskosten’, een soort call optie, worden niet meegerekend. Dat leidt tot een overschatting van gepubliceerde IRR rendementen. Daarnaast moet men oppassen de rendementen (IRR) over de hele levensduur van het fonds te verwarren met de gepubliceerde tussentijdse IRR. Deze tussentijdse rendementen zijn doorgaans niet meer dan een schatting van het management.

Ook het risico(profiel) van private equity is moeilijk vast te stellen en dus lastig te vergelijken met genoteerde aandelenrendementen omdat de periodes, sectoren en mate van leverage niet of beperkt bekend zijn. Wel geven de schattingen van het risico in de opbrengsten van buy-out fondsen aan dat de exposure naar het marktrisico beperkt is (beta 0,4-0,8, Kaplan en Schoar, 2005; Jones en Rhodes-Kropf, 2003). Dit is consistent met het feit dat PE zich doorgaans richt op bedrijven met een stabiele cashflow in een volwassen sector.[6]

Een andere factor die een vergelijking tussen public en private rendementen bemoeilijkt is de illiquiditeit van private equity, waardoor PE een liquiditeitspremie vereist (Koeplin e.a. 2000).

Naast rendement (lastig meetbaar en overschat) en risico (lastig meetbaar en onderschat) is correlatie met andere asset categorieën een factor die bepalend is voor de economische waarde van private equity. Ook die correlatie is moeilijk meetbaar omdat de meeste fondsen boekwaarden of historische waarden rapporteren. In een empirische studie over de periode 1960-1999 komen Baierl e.a. (2002) tot de conclusie dat de correlatie tussen venture capital en genoteerde aandelen slechts 0,04% is en dat daarom in een 100% aandelenportefeuille ven-

[6] Cochrane (2005) vindt dat in het geval van venture capital het systematisch risico eveneens laag is, maar het idiosyncratische (ondernemingsspecifieke) risico relatief hoog. Dit laatste is begrijpelijk. Ondernemingen die met behulp van venture capital worden opgericht, kennen een nogal scheve rendementsverdeling. Sommige worden een groot succes, andere gaan failliet.

ture capital een gewicht van tussen de 2% en 9% zou moeten hebben. Schmidt (2004) komt tot iets hogere gewichten.

Smit en van den Berg (2007) geven een overzicht van zes studies naar private equity rendementen waarin de diversiteit aan private equity rendementen helder blijkt. De zes studies hebben allen betrekking op de periode 1980 – 2003 en de gerapporteerde IRR van LBO's varieert van 4,6% tot 21,8%. De rendementen van venture capital vertonen een kleinere spreiding met gerapporteerde IRR tussen 8,5% en 19,3%. Vier van deze zes studies laat hogere rendementen zien voor PE dan voor genoteerde aandelen (de MSCI index) en twee komen tot het omgekeerde resultaat. Ook de gevonden rendementen van venture capital versus buy-outs vertonen geen consistent beeld: vier studies vinden een hoger rendement voor buy-outs en twee vinden dat venture capital (aanzienlijk) betere rendementen heeft opgeleverd. Wat betreft de rendementsverschillen tussen tijdsperiodes vindt Schmidt (2004) dat de jaren negentig (1990 – 2001) met een mediane IRR van 22,18% (gemiddelde 57,82%) veruit de meest aantrekkelijke periode voor PE is geweest. De jaren '80 daarentegen leverden volgens Schmidt een mediane IRR op van 8,7% (gemiddelde 0,03%) terwijl hij voor gerealiseerde rendementen tot 2006 een mediane IRR van 17,60% vindt (gemiddelde 7,89%). De verschillen tussen de gemiddelde en de mediaan geven ook aan hoe scheef de PE IRR's zijn verdeeld, met blijkbaar veel extreem hoge rendementen in de jaren '90 en veel uitschieters naar beneden (lees faillissementen) in de jaren '80. Ook de sector IRR's laten grote verschillen zien, variërend van 2% IRR voor de financiële sector en energiebedrijven tot 40% IRR voor de technologie ondernemingen, beide over berekend de gehele periode 1980-2006.

Gezien de aanzienlijke verschillen in risico's is het niet verrassend dat er, ook afgezien van meetproblemen, tussen individuele fondsen grote verschillen in reële rendementen per jaar bestaan. Dat expertise in PE van groot belang is blijkt uit de persistentie in resultaten die worden geboekt: de 'goede' fondsmanagers behalen consequent betere resultaten (Kaplan en Schoar, 2005).

2.2 Over de voor- en nadelen van public versus private equity

Wat zijn de merites van private equity en activistische aandeelhouders in relatie tot regulier public equity? In deze paragraaf zetten we de voor- en nadelen van de verschillende governance modellen en spelers op een rijtje.

2.2.1 De toegevoegde waarde van regulier public equity

De oorspronkelijke reden voor het bestaan van public equity was de behoefte aan externe (groei)financiering en verhandelbaarheid tussen (groot)aandeelhouders.

Daarmee werd echter de deur opengezet voor een horde agency problemen (Jensen en Meckling, 1976; Jensen, 1989). Het belangrijkste agency probleem, de achilleshiel van de beursgenoteerde onderneming, is de zwakke relatie tussen de verspreide 'anonieme' aandeelhouders en het sterke, lees machtige en goed geïnformeerde, management. Aandeelhouders zijn de *residual claimant* en willen 'een redelijk rendement op hun belegging veilig stellen' (Shleifer en Vishny, 1997), maar de informatieasymmetrie is groot (de informatie is onvolledig en ontijdig, en soms zelfs onjuist) en aandeelhouders hebben – zeker individueel – geen zeggenschap. Bovendien creëert het grote aantal aandeelhouders aanzienlijke free rider problemen. De kosten van één of enkele aandeelhouders om het management te disciplineren moeten zij voor 100% dragen, terwijl de opbrengsten toekomen aan alle aandeelhouders. De (activistische) aandeelhouder heeft daardoor een relatief laag rendement op zijn activistische inspanningen en zou beter af zijn geweest als iemand anders die activistische rol op zich had genomen. En zelfs als één van de aandeelhouders zich wel inspant, zal deze aandeelhouder zich wellicht onvoldoende moeite getroosten omdat hij – wellicht ten onrechte – verwacht dat anderen de benodigde additionele acties zullen oppakken.

Agency problemen

Deze fundamentele karakteristieken van public equity creëren op de eerste plaats forse agency problemen in de relatie tussen aandeelhouders en management. De belangrijkste zijn:

a. De neiging tot inefficiënt management doordat een grote hoeveelheid vrije cash flow (tenminste afschrijvingen plus ingehouden winst) periodiek ter beschikking staat waardoor er onvoldoende discipline is op uitgaven en investeringen. Dit uit zich bijvoorbeeld in *empire building* (onverantwoorde investeringen en overnames).

b. *Perk consumption*; het toe-eigenen van twijfelachtige secundaire arbeidsvoorwaarden en faciliteiten, zoals de aanschaf van luxe bedrijfsvliegtuigen of een door het bedrijf betaalde bruiloft in een ver oord, lees Worldcom. Jensen's free cash flow theorie geeft hiervan een goede analyse (Jensen, 1986). Het probleem van *perk consumption* is niet zozeer de directe uitgaven door het topmanagement zelf die daarmee gemoeid zijn maar vooral het negatieve uitstralingseffect en voorbeeldgedrag naar de rest van de organisatie.

c. Onderinvesteringen ten gevolge van risicoaversie van het management (waarom risico's nemen als daardoor de 'comfortabele' eigen positie in gevaar kan komen?).

d. Maar ook het omgekeerde, het gevaar van excessieve risico's (*risk shifting*) wanneer de onderneming in financiële problemen geraakt. In dergelijke omstandigheden is het negatieve risico voor het management niet meer relevant (failliet is failliet, of de schulden groot of klein zijn) maar door te gokken neemt de kans op overleven, en dus op succes voor het management, aanzienlijk toe.

e. Korte termijn oriëntatie oftewel bijziendheid doordat het management dankzij haar informatievoorsprong met korte termijn signalen de aandelenmarkt zal pro-

beren te beïnvloeden. Voorbeelden zijn een extreme focus op korte termijn efficiëntie als signaal ('massa ontslag' aankondiging als lokkertje voor aandeelhouders), snoeien in marketing en R&D, onvoldoende aandacht voor kwaliteit en veiligheid om kost wat kost aangekondigde leveringsdata te halen, pogingen om buitengewone baten te genereren bij tegenvallende winst, aandeleninkoop programma's als signaal, etc.
f. Zelfverrijking door het management en de afwezigheid van een relatie tussen beloning en prestaties (Bebchuck en Fried, 2004). Bebchuck en Fried laten tevens zien dat dergelijk gedrag mogelijk wordt gemaakt door commissarissen die onvoldoende onafhankelijk zijn waardoor het management vooraf en achteraf haar eigen beloningscontract kan beïnvloeden.
g. Overmoed van managers uitmondend in onverantwoorde overnames, ook wel genaamd de hubris hypothese (Roll, 1986).
h. Narcistisch gedrag (eigenliefde) blijkend uit een overdreven positief zelfbeeld en dat voortdurend bevestigd willen zien. Dergelijke bestuurders luisteren nauwelijks nog naar anderen en omringen zich met ja-knikkers waardoor kostbare informatie verloren gaat en verkeerde beslissingen worden genomen (Cools, 2005; Chatterjee en Hambrick, 2006).

Al deze agency problemen worden in essentie veroorzaakt doordat de gewenste acties en handelingen van het management moeilijk van tevoren zijn vast te leggen. Met andere woorden, er is sprake van gedrag en doelstellingen die onvoldoende 'contracteerbaar' zijn. Op zich niet vreemd, het besturen van een onderneming vindt plaats onder onzekere omstandigheden en op basis van vaak niet te verifiëren informatie en afwegingen, die ook nog eens *achteraf* lang niet altijd eenduidig en verifieerbaar zijn. De genoemde agency problemen in combinatie met de onmogelijkheid effectieve en complete contracten af te sluiten tussen aandeelhouders en management vormen de essentie van het corporate governance probleem. De governance structuur van de onderneming (inclusief het vastleggen van de bevoegdheden van aandeelhouders) heeft als doel een krachtenveld te creëren waarin de toekomstige – niet in contracten vast te leggen – gedragingen en beslissingen leiden tot maximale waardecreatie voor aandeelhouders, rekening houdend met de belangen van de overige stakeholders.[7] De

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

bevoegdheden van aandeelhouders (bijvoorbeeld het mogen ontslaan en benoemen van management, goedkeuring van de strategie en het vaststellen van het dividend) zijn een element van deze governance structuur. Andere mechanismen binnen het public equity model zijn disclosure regels (jaarverslagen, kwartaalberichten etc.), de toezichthoudende rol van de raad van commissarissen, c.q. non-executives in een one-tier systeem, de disciplinerende rol van financiële markten, de overnamemarkt, de disciplinering die kan uitgaan van schuldfinanciering, wetgeving en de juridische structuur in het algemeen (bijvoorbeeld in Nederland de rol en bevoegdheden van de Ondernemingskamer). Daarnaast zijn ook de structurering en uitvoering van beloningscontracten voor het management en de rol van de 'gate keepers' (Coffee, 2002), zoals externe accountants, financieel analisten, rating agencies en toezichthouders, onderdeel van de governance structuur.

Al deze instrumenten kunnen de agency problemen verkleinen, maar kunnen ieder ook onbedoelde, perverse effecten hebben Zo is bijvoorbeeld een hoge mate van schuldfinanciering mogelijk disciplinerend, maar kan tegelijkertijd de ruimte en flexibiliteit die het management nodig heeft om te kunnen inspelen op marktontwikkelingen te zeer inperken (Myers, 1977; Stulz, 1990).

De complexiteit is echter dermate groot dat het niet alleen moeilijk is om te voorkomen dat er soms averechtse effecten zijn, maar ook is het zeer de vraag of de agency problemen voldoende kunnen worden beteugeld. Dat blijkt niet alleen uit de constatering dat achterblijvende prestaties van sommige ondernemingen soms wel heel lang kunnen voortduren voordat er wordt ingegrepen, maar bijvoorbeeld ook uit de aanhoudende en wijdverbreide negatieve gevolgen van prestatiebeloning leidend tot gaming en fraude en tot focus op te beperkte (korte termijn) doelstellingen (voor een overzicht zie Cools, 2005). Narcisme van CEO's lijkt moeilijk in te dammen en blijft negatieve effecten sorteren (bijvoorbeeld Chatterjee en Hambrick (2006) vinden een sterk negatieve correlatie tussen de aankoop van extreem grote huizen door CEO's en de performance van de onderneming). Cools (2005) laat zien dat narcistisch zonnekoninggedrag een van de belangrijkste oorzaken was van de grote boekhoudschandalen van rond de eeuwwisseling, zoals Enron, Worldcom, Parmelat en Ahold. Daarnaast lijkt de steeds weer terugkerende hubris overnames moeilijk te beheersen (Bruner, 2005).

De agency problemen tussen aandeelhouders en management worden verder gecompliceerd door het reeds genoemde free rider gedrag tussen aandeelhouders onderling, in combinatie met de hoge kosten en risico's voor aandeelhouders om zich activistisch op te stellen. Aandeelhouders kunnen zich op drie manieren beschermen tegen achterblijvende prestaties en/of falend management: verkoop van aandelen, gebruik maken van zeggenschap of naar de rechter stappen en het

management aanklagen (*sell, vote or sue*, Thompson, 2007). Veruit de meeste aandeelhouders zijn uitsluitend beleggers en beperken zich tot het stemmen met de voeten in geval van (dreigende) underperformance. Zij zijn niet ingericht op het tweede business model ('vote', dus activisme). Activisme vereist grondige, en dus kostbare en tijdrovende, analyses met de bijbehorende risico's en free rider problemen. Het derde model, naar de rechter stappen, is sterk ontwikkeld in de VS, maar heeft voornamelijk betrekking op misbruik van voorkennis, marktmanipulatie en fraude. En dat zijn niet de situaties van underperformance of andere reële inefficiënties waar aandeelhouderactivisme zich typisch op richt.

Invloed van aandeelhouders
Dat het ontwerpen van een effectief governance model buitengewoon lastig is blijkt onder meer uit de grote internationale verschillen in zeggenschap van aandeelhouders versus zeggenschap van het management. In tegenstelling tot wat vaak wordt beweerd is bijvoorbeeld de macht van aandeelhouders in de VS nogal beperkt, ondermeer vanwege het bestaan van *staggered boards* (alleen over de tijd trapsgewijs te ontslaan), *plurality voting* en *poison pills* (Bebchuck en Cohen, 2005). Galbraith sprak niet voor niets over *managerial capitalism* in plaats van *shareholder capitalism* in de VS. Daarentegen, de macht van aandeelhouders in het VK en inmiddels ook in Nederland is aanmerkelijk groter.

De toegenomen formele rechten van aandeelhouders, afbraak van beschermingsconstructies en de sterk gestegen percentages aandelen van grote beursfondsen in buitenlandse handen zorgen ervoor dat Nederlandse beursfondsen relatief weinig beschermd zijn. De toegenomen formele rechten van aandeelhouders hebben betrekking op ontmoediging van certificering en de vrijwillige toepassing van het structuurregime, indamming van beschermingsconstructies in het algemeen,[8] de mogelijkheid voor aandeelhouders om de RvC te ontslaan in een structuurvennootschap bij gewone meerderheid, agendarecht voor aandeelhouders, redelijk brede invulling van enquêterecht voor aandeelhouders door de Ondernemingskamer[9] en de versterkingen die liggen opgesloten in de Code Tabaksblat.

[8] Dit is gedeeltelijk ingegeven door 'Brussel' en het Europese Hof (bijvoorbeeld beperkingen op gouden aandelen in handen van de overheid, en de zeer recentelijk wat afgezwakte one-share-one vote doctrine in de Europese Commissie), maar ook de Nederlandse rechtspraak. Het eerder genoemde arrest van de Hoge Raad inzake RNA verbiedt het opwerpen van een permanente beschermingswal bij een overname dreiging.

[9] Via het enquêterecht kunnen aandeelhouders (naast de vakbonden) materiële ondernemingsbesluiten aanvechten en middels een voorlopige voorziening ongedaan laten maken, dan wel te laten opschorten. Een dergelijke inspraak vooraf is ook te vinden bijvoorbeeld in Art BW2:107(a), waarin conform de aanbevelingen van Tabaksblat is opgenomen dat materiele beslissingen moeten worden voorgelegd aan aandeelhouders. Het is interessant om op te merken dat deze inspraak vooraf haaks op de Amerikaanse praktijk die veeleer controlerend achteraf is. Dit bevestigt verder de relatief zwakke positie van aandeelhouders in het Amerikaanse stelsel. De invloed van aandeelhouders vooraf in de Nederlandse verhoudingen moet echter zeker niet worden overschat, zie paragraaf 2.2.2.

In andere Europese landen bestaan piramideconstructies (a la Heineken), beschermende cross-holdings, overheidsaandeelhouderschap (bijvoorbeeld Deutsche Post) en inmenging van de overheid (bijvoorbeeld de Franse bemoeienis bij de overname van Arcelor, Aventis en recente overnamedreigingen in de energiewereld; vergelijkbare praktijken in Spanje en Italië). De in paragraaf 2.3.2 te bespreken noodzakelijke versterking van de aandeelhouderstructuur tracht hierop in te spelen.

Een andere factor die recentelijk aanzienlijk is veranderd is het percentage aandelen van grote beursvennootschappen in buitenlandse handen. Tot het begin van de jaren negentig was de meerderheid van de aandeelhouders van Nederlandse bodem in de vorm van Nederlandse pensioenfondsen en institutionele beleggers, de Nederlandse Staat (bijvoorbeeld DSM, KNP, TNT) en Nederlandse particulieren. Alhoewel aandelen van Nederlandse beursfondsen niet op naam staan maar aan toonder, wijzen alle schattingen erop dat zo'n 60% a 70% van de aandelen van AEX fondsen in handen is van buitenlandse (institutionele) beleggers. Daarmee is ook deze impliciete overnamebarrière feitelijk verdwenen. Doordat deze laatste factor in het VK ontbreekt omdat daar grote percentages aandelen in handen zijn van Britse pensioenfondsen en andere nationale institutionele beleggers en omdat *the City* een sterk beschermende rol speelt (Young en Scott, 2004) zijn zelfs Britse beursfondsen de facto minder kwetsbaar voor 'ongewenst' aandeelhouderactivisme en vijandige overnames dan hun Nederlandse buren.

De open aandeelhoudersstructuur van Nederlandse ondernemingen (veel buitenlandse aandeelhouders, bijna geen cross holdings, nagenoeg geen piramidestructuren, en geen andere 'beschermende' Nederlandse aandeelhouders) maakt Nederlandse ondernemingen in combinatie met de afbraak van juridische beschermingsconstructies erg gevoelig voor aandeelhouderactivisme. Ook betekent dit dat een onderneming snel 'in play' is na een (serieus) overnamebod, tenzij er sprake is van controlerende minderheidsaandeelhouders of grootaandeelhouders, bijv. Heineken, Randstad of Sligro.

Wij zullen ons hier beperken tot de constatering dat Nederlandse beursvennootschappen in internationaal perspectief dus kwetsbaar zijn. De vraag hoe deze kwetsbaarheid moet worden beoordeeld bespreken we paragraaf 2.3.

Tenslotte, tegenover de vele genoemde nadelen van public equity staan uiteraard ook enkele voordelen. De belangrijkste daarvan zijn een grote mate van liquiditeit, met bijbehorende liquiditeitspremie voor beursfondsen (bijvoorbeeld Koeplin e.a., 2000), het kunnen aantrekken van extern eigen vermogen en naamsbekendheid, zowel in productmarkten als in de arbeidsmarkt. Ook kan (mits goed gebruikt) het beschikbaar zijn van een aandelenkoers bepaalde voordelen bieden.

De onderneming kan wat 'leren' van haar aandeelhouders; de koersontwikkeling is niet zonder informatieve waarde (Allen, 1993; Boot en Schmeits, 2001).[10]

2.2.2 De toegevoegde waarde van activistische aandeelhouders

De belangrijkste kracht van activistische aandeelhouders is de disciplinering die zij bewerkstelligen van onderpresterend management. Onjuiste strategieën, onverantwoorde overnames, slechte uitvoering van de strategie en slechte corporate governance worden door hen aan de kaak gesteld. Met name de preventieve werking van activistische aandeelhouders lijkt in toenemende mate zuiverend te werken, juist in Nederland waar de mogelijkheden voor activistische aandeelhouders groter zijn dan elders. Deze dreiging is effectief omdat bestuurders van beursfondsen zich hiervan terdege bewust zijn.[11]

De druk die activistische aandeelhouders op het management uitoefenen kan dus waarde creëren. De boodschap is nog iets scherper. Hoe we ook aankijken tegen aandeelhouderactivisme, de macht van de aandeelhouder in een beursvennootschap wordt hiermee bijna altijd pas achteraf gemobiliseerd.[12] De invloed van aandeelhouders onder normale omstandigheden is beperkt. Het bestuur kan 'besturen', en in de Nederlandse praktijk betwijfelen wij of de aandeelhouderbelangen op die normale momenten wel scherp genoeg op het netvlies van bestuurders staan. Maar de *dreiging* van aandeelhouderactivisme biedt wel een houvast voor het versterken van aandeelhouderinvloed onder normale omstandigheden. De mogelijkheid dat aandeelhouders *kunnen* ingrijpen zal management er toe zetten onder normale omstandigheden beter rekening te houden met die aandeelhouders. Vanuit dit perspectief is het dan ook duidelijk waarom wij waarschuwen tegen het ineffectief maken van dit mechanisme door het bijvoorbeeld opnieuw opbouwen van beschermingswallen.

Het verhaal is echter niet alleen maar positief. De dreiging van aandeelhouderactivisme, met name nadat er al het een en ander is fout gegaan, kan management er toe aanzetten 'rare sprongen' te maken juist om 'de activisten' van het lijf te houden. Een dergelijk in het nauw gebracht management kan bijvoorbeeld er

[10] Dit zet mogelijk een rem op de wenselijkheid van het hebben van een beperkte groep aandeelhouders: het "leereffect" wordt dan kleiner. Dit doet zich bijvoorbeeld ook voor zodra activistische aandeelhouders grootaandeelhouders zijn geworden waardoor het mechanisme van de *wisdom of crowds* (Surowiecki, 2004) wordt uitgeschakeld. De aandelenkoers reflecteert dan niet langer de mening van een grote groep zeer diverse aandeelhouders, maar slechts de mening van een of twee partijen. Dat kan spelen bij de koersvorming, maar zeer zeker ook in de aandeelhoudersvergadering. Niet een diverse groep aandeelhouders bepaalt de uitkomst van de stemmingen, maar slechts een of twee partijen met zeer specifieke belangen en (financiële) prikkels. Voorzover informatieaggregatie in de financiële markten een grote rol speelt wordt hiermee mogelijk waarde vernietigd.

[11] Mits niet gedreven door potentiële insider informatie kan de activiteit van hedge fondsen ook de liquiditeit van het aandeel ten goede komen.

[12] De opgenomen goedkeuringsrechten in BW 2:107(a) en de enquête procedure bieden enig houvast voor invloed vooraf (zie voetnoot 9), maar dit is beperkt.

voor kiezen waardevernietigende doch onomkeerbare acties te ondernemen waarmee de activistische aandeelhouders op afstand kunnen worden gehouden. Dit speelt met name als activistische aandeelhouders aandringen op een 'change of control' danwel een buy-out. Een voorbeeld hiervan is het plotseling en overhaast verkopen van bedrijfsactiviteiten om hiermee een buy-out minder attractief te maken.

Een fundamenteler nadeel van de aanwezigheid van activistische aandeelhouders is dat het tot sterke fluctuaties kan leiden in de aandeelhoudersbasis en daarmee instabiliteit van de strategie veroorzaakt. Voor de ondernemingsleiding zijn weinig zaken zo frustrerend en waardevernietigend dan voortdurend gedwongen te kunnen worden een andere strategie te moeten kiezen en daardoor geen rechte koers te kunnen varen. Uiteraard is de cruciale vraag of de huidige strategie wel de goede is, maar die medaille heeft twee kanten.

Het opereren met een dergelijke instabiele aandeelhoudersbasis kan ontmoedigend werken en de effectiviteit en zelfs de inzet van het management frustreren (Burkart e.a., 1997). Ondernemen is het nemen van beslissingen onder omstandigheden van onzekerheid en onvolledige informatie. Succesvol ondernemen is mede afhankelijk van het verkrijgen van voldoende speelruimte, of wel een mandaat. Zonder overeenstemming tussen aandeelhouders en management over de strategie is het buitengewoon lastig voor het management om speelruimte te verkrijgen. De instabiele aandeelhoudersbasis die inherent is aan een beursvennootschap en versterkt wordt door het bestaan van activistische aandeelhouders is een nadeel omdat het de noodzakelijke speelruimte van het management en het verkrijgen van een mandaat beperkt (Boot e.a., 2007).

Een ander potentieel nadeel van activistische aandeelhouders is dat zodra activistische aandeelhouders opstaan en een openbare brief sturen aan het management waarin eisen worden gesteld over strategie, uitvoering en/of management, het management veelal met de rug tegen de muur staat. In de meeste gevallen ging er aan de brief vooraf een langdurige periode van underperformance of een (aankondiging van een) ongeloofwaardige overname waardoor het management fors aan geloofwaardigheid heeft ingeleverd. In een dergelijk geval is er in wezen sprake van een vertrouwensbreuk tussen management en aandeelhouders. Het management is 'aangeschoten wild' en er lijkt geen ruimte meer is voor een objectieve afweging tussen de mogelijke strategische plannen die vanuit de onderneming zelf kunnen worden geëntameerd en de voorgestelde ingrepen van de activistische aandeelhouders. Aangezien de activistische aandeelhouders vrijwel altijd voorstellen om *direct* een ingreep te doen in de strategie (lees verkoop van bedrijfsonderdelen) of management is een objectieve vergelijking met de aangepaste lange termijn plannen van het management veelal niet langer mogelijk. Slechts een ingreep in het management – lees ontslag en vervanging – kan een dergelijk probleem (deels) oplossen. Dat kan de geloofwaardigheid van het management bij financiële markten herstellen om daarmee mogelijk ruimte te ver-

schaffen voor de onderneming en haar (nieuwe) plannen. Dit vereist een buitengewoon alerte houding van de Raad van Commissarissen. Blijft dit ingrijpen in het management achterwege dan dreigt een zeer destructieve periode waar de zelfbeschikkingsmacht van de onderneming geheel uit handen wordt gegeven en een eigen strategie niet meer als alternatief aan aandeelhouders kan worden voorgelegd (lees ABN AMRO).

Het ingrijpen in het management om de geloofwaardigheid van het management bij de financiële markten te herstellen is te meer noodzakelijk daar in verschillende omstandigheden de markt nogal bijziend kan zijn. Inmiddels is veelvuldig aangetoond dat aandelenmarkten beslissingen en acties met lange termijn effecten op korte termijn neigen onder te waarderen (Stein, 1989; Eberhart e.a., 2004).[13] Deze myopia vinden we terug bij activistische aandeelhouders en kan een objectieve beoordeling van de lange termijn plannen en acties van het management in de weg staan.

Een volgend probleem van activistische aandeelhouders is dat vanaf het moment dat de brief is geschreven zij zich van vele mogelijke middelen bedienen om de (korte termijn) financiële doelen te realiseren, bijvoorbeeld het bespelen van de media, mogelijk misbruik van vertrouwelijke informatie, koersmanipulatie en samenspannen (*acting in concert*). Er is vaak geen sprake van een level playing field tussen management wat met handen en voeten gebonden aan allerlei spelregels en aandeelhouders, en ook niet tussen aandeelhouders onderling. Dit laatste speelt nadrukkelijk als de inmenging van activistische aandeelhouders een opmaat is voor een buy-out door een private equity partij. Maar ook zonder een dergelijke acties kunnen activistische aandeelhouders aanzetten tot beslissingen die wel voor sommige (groot)aandeelhouders goed uitvallen maar niet voor anderen.

De soms te sterke focus op de korte termijn wordt verder versterkt door de doorgaans scherpe korte termijn persoonlijke financiële prikkels van activistische aandeelhouders. Dit zet zaken nog verder op scherp.

Een ander fenomeen in relatie tot het optreden van activistische aandeelhouders is de scheiding van aandeelhouderschap en stemrecht (*empty voting*). Op vele manieren, bijvoorbeeld het uitlenen van aandelen, is het mogelijk het stemrecht van aandelen te krijgen zonder de aandelen zelf te bezitten, en dus te betalen. Door deze scheiding van aandelenbezit en stemrecht wordt het extra eenvoudig om tijdens een aandeelhoudersvergadering voor erg weinig geld zeggenschap te kopen. Het dit loskoppelen van het stemrecht van de aandelen is manipulatie vel

[13] Wij spreken met enige omzichtigheid over “neigen onder te waarderen” omdat aandeelmarkten niet systematisch de lange termijn negeren. Wel is het zo dat als het management haar geloofwaardigheid heeft verloren de markt lange termijn initiatieven van datzelfde falend management bepaald niet zal toejuichen.

eerder te verwachten immers de uitoefening van stemrecht heeft geen financiële consequenties voor de stemmende partij.

Wij concluderen dat de (preventief) disciplinerende werking van activistische aandeelhouders functioneel is en waarde creëert, hun feitelijk activisme en de mogelijke 'sprongen' van het management om een dergelijk activisme te ontwijken kent ook nadelen. Mogelijke ingrepen om die schaduwzijden te beperken zijn wet- en regelgeving gericht op

a. Het creëren van een grotere transparantie en duidelijkheid tussen aandeelhouders, maar in bredere zin ook de andere participanten in de onderneming. Mogelijkheden zijn bijvoorbeeld nadere verplichtingen (aanscherping) met betrekking tot informatieverschaffing op te leggen aan aandeelhouders met een belang boven een bepaald percentage (met name informatie over andere aandelenbelangen die deze aandeelhouders mogelijk hebben[14]), informatie over intenties, verbod op acting in concert, belemmeringen voor *empty voting* en hogere straffen voor marktmanipulatie.[15] In dit kader past ook de discussie hoe dit optimaal te regelen, met ook de suggesties over de noodzaak van een marktmeester als het op biedingen en overnames aankomt;

b. Veel grotere beperkingen op handel in aandelen door partijen die in communicatie staan met het management, cq. op andere wijze 'privileges' hebben. Het is ons duister waarom er geen veel scherpere beperkingen zijn op handelen in aandelen door een partij die in directe communicatie is met het management;[16]

c. Het toestaan van *tijdelijke* beschermingsconstructies wanneer de onderneming 'in play' dreigt te komen (niet als bescherming maar als mechanisme om de onderneming de ruimte te geven om orde op zaken te stellen, en vervolgens te komen tot ordentelijke besluitvorming in de AvA waar eveneens de (aangepaste) strategie van de onderneming zelf in discussie kan worden gebracht);[17]

d. Gekwalificeerde (maar niet prohibitieve!) meerderheidseisen bij ontslag van management en/of commissarissen.

De laatste twee suggesties hebben het risico dat hiermee onneembare beschermingswallen worden opgetrokken. Grote voorzichtigheid is nodig om te bepalen hoie hier op een verantwoorde wijze mee om te gaan.[18]

---

[14] Een activistische aandeelhouder die tegelijkertijd een belang heeft in een andere concurrerende onderneming kan belang hebben bij acties die tegen de aandeelhouderbelangen in de eerste onderneming sec ingaan.

[15] Dit laatste vereist ook aanscherping van wat onder marktmanipulatie wordt verstaan.

[16] Dit probleem is overigens breder. In het geval van ABN AMRO mochten de biedende partijen in de open markt aandelen blijven kopen ondanks hun ongetwijfeld betere toegang tot informatie. Hetzelfde speelt bij het uitoefenen van opties en verkoop van aandelen door het management zelf. Ook hier gelden grote vrijheden die wij niet in het belang achten van de liquiditeit van de markt, en zeker al niet in het belang van derde aandeelhouders.

[17] Dit is in lijn met het arrest van de Hoge Raad inzake RNA (Rodamco North America).

[18] Daarnaast speelt nog het probleem van onterechte beloning voor het management wanneer verstrekte, cq. beloofde, optie- en aandelenpakketten sterk in waarde stijgen ten gevolge van de acties van activistische aandeelhouders. Een dergelijke waardestijging is een beloning voor falend mana-

Ondanks de evidente nadelen zijn activistische aandeelhouders een versterking van het reguliere public equity model. Echter de mogelijke nadelen, met name de manipulatie die kan worden uitgelokt door de korte termijn horizon van hedge fondsen in hun meest pure vorm, blijven problematisch. Het roept de vraag op of het private equity governance model een systematisch beter alternatief biedt als correctiemechanisme op public equity, met hogere aandelenrendementen op de lange termijn en beperktere nadelige effecten.

2.2.3 De toegevoegde waarde van private equity

Activistische aandeelhouders zijn aandeelhouders binnen het public equity governance model. Private equity is vrijwel nooit activistisch, doet zelden een vijandig bod en tracht meerderheidsaandeelhouder te worden om zodoende control uit te oefenen. De typische transactie is daarbij een buy-out. Alleen de laatste tijd zijn er enkele voorbeeld van PE fondsen die ook minderheidsparticipaties nemen in beursfondsen. Kenmerkend voor PE is dat het een *buy-to-sell* benadering kent in plaats van het lange termijn *buy-to-keep* (and manage) model van een beursgenoteerde of familie onderneming.

Het belangrijkste kenmerk van private equity is dat het geen lange termijn governance model is. Het is evenals de inbreng van activistische aandeelhouders een reparatie mechanisme: PE verdient zijn geld door de zwaktes van andere modellen (m.n. public equity) te repareren. Het koopt een onderneming, verbetert de prestaties gedurende een periode van 3 a 5 jaar om vervolgens de onderneming weer af te staan aan een ander model (met name public equity, al dan niet zelfstandig (IPO) dan wel doorverkoop aan een andere beurs- of familievennootschap) of aan een vervolg-PE eigenaar en indien nodig jaren later wederom te repareren (*flipping*).

De belangrijkste kracht, en dus het waarde creërend vermogen van private equity is dat het de belangrijkste zwakte van public equity adresseert: de disciplinering van het management door PE aandeelhouders is vele malen groter dan die van public equity. Simpel gezegd, bij public equity lijkt het management de macht te hebben, bij PE zijn de aandeelhouders de baas. PE aandeelhouders hebben de macht omdat PE hooguit een paar grote aandeelhouders per participatie heeft die alle zeggenschap hebben en bovendien heeft deze kleine groep aandeelhouders een optimale toegang tot informatie.

---

gement. Dit raakt de algehele discussie over beloning. De vraag die hierbij naar voren komt is of dit probleem op ondernemingsniveau moet worden opgelost (via alerte commissarissen die het beloningspakket bepalen, inclusief de spelregels daaromtrent) of dat meer wetgevend ingrijpen noodzakelijk is. Wij zien weinig ruimte voor wetgevend ingrijpen.

De geconcentreerde zeggenschap impliceert dat een meer standvastige strategie met een sterke focus op bijbehorende targets mogelijk is. De afstemming (*alignment*) tussen aandeelhouders en management is beter gewaarborgd. Bovendien is er vanwege het kleine aantal aandeelhouders en de onderling goede afspraken nauwelijks sprake van free rider problemen tussen de aandeelhouders (Shleifer en Vishny, 1986). De betere toegang tot informatie betekent dat de kleine groep aandeelhouders kan beschikken over alle relevante informatie, desgewenst inclusief bijvoorbeeld begrotingen, cash flow prognoses en realisaties tot op elk gewenst detailniveau. Dit maakt een betere aansturing van de onderneming mogelijk, met name kunnen scherpere prestatie afspraken met het management worden gemaakt. Deze twee factoren: maximale zeggenschap en betere informatie beperken de typische public equity agency problemen tussen aandeelhouders en bestuur tot een absoluut minimum.

In aanvulling hierop trekt PE doorgaans zeer actieve, deskundige, jonge (gemiddelde leeftijd 37 jaar) en onafhankelijke (onafhankelijk van de directie, meestal juist niet onafhankelijk van de aandeelhouders) commissarissen aan. Zij houden het roer recht en bewaken de maximale focus op de gestelde doelen en targets. Daarnaast zijn er sterke financiële incentives om het gedrag van het management en de rest van de organisatie optimaal te richten op de overeengekomen strategie en targets.

De keerzijde van de scherpe prestatiebeloning is een mogelijk *te* sterke, puur financieel (cash, ebitda en marge) gerichte prikkel die meestal niet op de lange termijn georiënteerd is en niet gericht is op kwalitatieve doelstellingen. Daarnaast is er de fameuze hoge financiële leverage, waardoor extra disciplinering (Jensen, 1989) en aanzienlijke fiscale voordelen kunnen worden gerealiseerd, met als potentiële keerzijde een korte termijn focus, onderinvestering (Myers, 1977) en benadeling van vreemd vermogen verschaffers. Toch worden deze nadelen vaak overtrokken. Een belangrijk gevolg van de combinatie van invloed en informatie bij de aandeelhouders is namelijk een aanzienlijk lager (faillissements)risico van hoge leverage voor PE in vergelijking met identieke niveaus van schuldfinanciering bij public equity. Wij schatten in dat, gemiddeld, het faillissementsrisico bij PE bij een bepaald leverage niveau gelijk is aan het faillissementsrisico binnen public equity bij een 50% lagere schuldfinanciering.

Deze elementen beperken de agency problemen die inherent zijn aan public equity aanzienlijk. Maar ook hier is geen sprake van een free lunch en ontstaan er enkele nieuwe risico's en belangenconflicten. De belangrijkste potentiële problemen zijn:
a. Onvoldoende macht, c.q. speelruimte, voor het management;
b. Te veel focus op korte termijn cash generatie en daardoor te lage investeringen in *lange termijn* groei en in cultuur en motivatie van medewerkers, de zogenaamde underinvestment problemen;
c. Te sterke en te eenzijdige financiële incentives;

d. *Instant gratification* (beloning vooraf voor nog te leveren prestaties, bijv. in het geval van een herstructurering);
e. Soms onduidelijke rolverdeling tussen RvC en aandeelhouders;
f. Mogelijke problemen die de hogere leverage kan veroorzaken (met name als de banken de risico's verkeerd inschatten);
g. De focus op exit kan in de periode daaraan voorafgaand tot allerlei perverse en korte termijn prikkels leiden.
h. Bij een management buy-out (medegefinancierd door private equity), spelletjes net voor de buy-out. Bijvoorbeeld verlaging van toekomstverwachtingen waardoor koers daalt, voorafgaand aan de transactie wat gunstig uitpakt voor participerend management en PE maar ten koste gaat van derde (m.n. kleinere) aandeelhouders, of vervreemding van aandeelhouders *(disenfranchisment*) voorafgaande aan de public-to-private transactie door bijv. leveraged recapitalisatie (bijv. Colt Industries, zie Stein, 1988)
i. Eveneens voorafgaand aan de transactie, het gevaar dat managers en groot aandeelhouders tegen minderheidsaandeelhouders samenspannen door excessieve *severance packages* voor het management bij instemming met een overname toe te zeggen waardoor management een te lage prijs accepteert en dus is 'omgekocht' (merk op dat dit niet exclusief is voor private equity, zie de fameuze Vodafone/Mannesmann casus waarbij het management van Mannesmann €60 miljoen toucheerde na het staken van verzet tegen het overnamebod van Vodafone);
j. Benadeling van vreemd vermogen verschaffers door verhoging van het risicoprofiel (Schmeits, 2007);
k. *Bait en switch* probleem waarbij bestaande verschaffers vreemd vermogen door het aantrekken van nieuw vreemd vermogen benadeeld worden waardoor hun claim (lening) in waarde daalt;
l. Benadeling van werknemers door bijvoorbeeld salaris concessies af te dwingen, beperking pensioen aanspraken, beperking/opheffing ontslagbescherming, etc.

De laatste genoemde problemen duiden op mogelijke nadelige externe effecten voor andere stakeholders, met name crediteuren, werknemers en derde aandeelhouders. Al met al is het een lange reeks[19]. Het netto effect is echter sterk afhankelijk van het soort PE fonds en met name de verkopende partij. Een primaire rol bij de verkopende partij ligt bij de RvC. Deze zal de verschillende belangen moeten veiligstellen. Het management participeert vaak zelf in de buy-out transactie of heeft op andere manieren een eigen belang. Een algemeen eindoordeel over deze nadelen van private equity is daarom moeilijk te vellen.

[19] Merk op dat enkele van de genoemde problemen ook spelen bij public equity. Zo kan een beursvennootschap (te) sterk met vreemd vermogen zijn gefinancierd, en is bij het genoemde voorbeeld van Vodafone en Mannesmann geen PE betrokken geweest. Soms is het een kwestie van gradatie, wat niet wegneemt dat ook in de context van PE gedacht moet worden over oplossingen.

Naast deze problemen zijn er ook binnen de PE fondsen agency problemen te onderkennen, met name tussen de aandeelhouders onderling (limited partners versus general partners). Deze hebben met name betrekking op de beloningstructuur van de general partners (het management van het PE fonds) die ertoe kan leiden dat te sterk wordt gestuurd op het realiseren van deals en het (te) snel verkopen van participaties. Zekere cash vandaag telt in de beloningstructuur zwaarder dan onzekere participatiewaarde morgen.

Ook voor de genoemde problemen en belangenconflicten bij PE is in de loop van de tijd een aantal oplossingen ontwikkeld. De belangrijkste oplossingen hebben te maken met transparantie, een meer geordend biedproces en de toezichtsstructuur. Onze suggesties in paragraaf 2.2.2 over hedge fondsen zijn grosso modo ook hier van toepassing. In het bijzonder kan gedacht worden aan de volgende oplossingen:
a. Bij een buy-out meer transparantie en gelijke informatie aan alle aandeelhouders, niet alleen over de resultaten en strategie, maar ook over de beloningspaketten van het management;
b. Een competitief biedingsproces faciliteren bij een buy-out, incl. transparantie *over* de aandeelhouders en bieders, keuze voor het goede biedingsproces (marktmeester, etc.) en gelijke due diligence voorwaarden voor alle bieders;
c. Eventueel *tijdelijke* beschermingsconstructies gericht op het waarborgen van een ordelijke besluitvorming;
d. Change of control clausules ter bescherming van vreemd vermogen verschaffers. Je mag op dit punt aannemen dat de verstrekkers van dit vermogen hun les geleerd hebben en afzien van *no strings attached* vreemd vermogen financiering;
e. Transparantie van PE fondsen betreffende performance, leverage, incentives van management, incentives van general partners en met name kasstromen van de onderneming richting PE;
f. Verduidelijking en/of versterking van de verantwoordelijkheden van de Raad van Commissarissen. Dit geldt met name in de pre-transactie fase waarin belangenconflicten rond het management en ten koste van derde aandeelhouders moeten worden voorkomen. Ook heeft de RvC verplichtingen naar andere stakeholders, lees werknemers, voor wie een buy-out transactie grote consequenties kan hebben.

Samengevat is de essentie van het PE governance model als volgt te omschrijven. PE creëert waarde dankzij goed geïnformeerde aandeelhouders met effectieve zeggenschap die zorgen voor een consistente, meer standvastige strategie en focus. Tevens kunnen zij op basis van hun vollediger informatie beter omgaan met risico's waardoor ze een hogere financiële leverage aankunnen (tegenwoordig 5,5 a 6 keer ebitda). Die schuldfinanciering zorgt voor disciplinering, sterkere financiële incentives en een aanzienlijk belastingvoordeel. Dit belastingvoordeel verbonden aan financiering met vreemd vermogen verdient overigens nadere discussie. Juist PE buy-out transacties tonen aan de verkeerde prikkels die

uitgaan van het belastingsysteem. Veelal investeren PE partijen met achtergesteld vreemd vermogen wat in wezen bijna gelijk staat met eigen vermogen (bijvoorbeeld geen opeisbare rente, die accumuleert gewoon met de uitstaande schuld). De fiscale facilitering die hierop zit ten nadele van 'echt' eigen vermogen heeft ons inziens geen rationale.[20]

De sterke leverage, de sterke focus op de exit en sterke financiële incentives hebben ook een mogelijke keerzijde: te sterke focus op de korte termijn en op louter financiële targets, en daardoor onvoldoende speelruimte voor het management. Terwijl bij public equity het management vaak te veel macht heeft is bij private equity de positie van de aandeelhouders soms te sterk.

2.2.4 De voor- en nadelen opgeteld: publiek, privaat of activistisch?

De stelling *Eclipse of the public corporation* is misschien wat zwaar aangezet, maar de vraag hoe public equity te versterken is acuut. Activistische aandeelhouders versterken het public equity model door haar inherente zwaktes – een te kort aan disciplinering van het management door te beperkte bemoeienis van en informatie bij gespreide aandeelhouders, en free rider problemen – op te vangen.

De *dreiging* van aandeelhouder activisme werkt productief maar hun daadwerkelijk ingrijpen heeft ook negatieve kanten. Snelle en vaak korte termijn aanpassingen staan centraal. Een lange termijn strategie heeft dan vaak geen kans meer. Dit op zichzelf is niet erg als de *dreiging* van activistisch ingrijpen de onderneming op scherp houdt, en een sturing op lange termijn waardecreatie afdwingt, waardoor het daadwerkelijke activisme zich niet hoeft te manifesteren. We hebben aangegeven dat onder veel omstandigheden een dergelijk positief scenario aan het werk is. Maar het is een illusie om te denken dat zo'n dreiging een dergelijk perfect verschonend effect heeft. Ondernemingen maken fundamentele fouten, slecht presterend management wordt de hand (soms) boven het hoofd gehouden, etc. etc., en situaties ontstaan waar het management activisme niet alleen dreigend is maar ook waarschijnlijk. In die omstandigheden komen ook de nadelen naar voren. Management kan 'rare sprongen' gaan maken, en de activisten die op onmiddellijke korte termijn acties aandringen krijgen het effectief voor het zeggen of zorgen in ieder geval voor een patstelling.

Een alternatief reparatiemiddel om additionele waarde te creëren die bij public equity is blijven liggen is de overstap te maken van een public equity model naar

[20] Dit probleem is niet veel anders dan de algemene constatering dat moderne financiële innovaties het onderscheid tussen eigen en vreemd vermogen doen vervagen, of beter gezegd doen over gaan in een continuüm. Het belastingstelsel kan hier slecht mee uit de voeten. Bovendien, zoals aangegeven in de tekst, is zeker vanuit economisch gezichtspunt het duister waarom het ene type vermogen wel fiscaal wordt gefaciliteerd en het andere type niet.

dat van private equity. Private equity geeft aandeelhouders informatie en macht en daarmee de mogelijkheden om focus en discipline te creëren. Dit gaat dan veelal in combinatie met hoge leverage en sterke financiële incentives voor het management. Dat kan werken, althans zolang het reparatiemiddel actief is, gemiddeld 4 à 5 jaar. Het belangrijkste nadeel is de (te) sterke korte termijn focus gericht op rendementsverbetering en het genereren van cash in combinatie met sterke en eenzijdige financiële prikkels voor het (top) management. Prestatiebeloning prikkelt en zet mensen aan harder te lopen, maar het gevaar is dat zij onbezonnen hard gaan lopen in de verkeerde richting.

Ook dit is niet kosteloos, en bovendien is PE een tijdelijk reparatiemodel en geen structureel alternatief. Dit roept de vraag op of het public equity model niet rechtstreeks kan worden verbeterd. Vertoont het public equity model slechts scheuren die te repareren zijn, of is er sprake van een structureel probleem vanwege te grote agency problemen met als resultaat een ‘eclipse of the public corporation’? In dat geval hebben we serieus probleem, want private equity is als tijdelijk reparatiemodel geen structureel alternatief.

2.3 Versterking van public equity

We stellen twee complementaire oplossingsrichtingen voor: versterking van de Raad van Commissarissen en versterking van de stabiliteit van de aandeelhouderstructuur. Wij zullen aangeven dat de gewenste stabiliteit onder aandeelhouders ook tot een grotere populariteit van het niet hebben van een beursnotering aanleiding kan geven.
Ook pleiten we voor grote terughoudendheid bij het (weer) trachten in te voeren van juridische beschermingswallen, dit ondanks de erg open eigendomsstructuur van Nederlandse beursvennootschappen.

2.3.1 Versterking van de Raad van Commissarissen

Het agency probleem tussen management en verspreide aandeelhouders is een intrinsieke zwakte van public equity. Zeggenschap en informatie vormen de twee kernwoorden. Een belangrijke sleutel voor de oplossing ligt daarom bij de Raad van Commissarissen.

Het belang van de RvC is evident. Zij moet kunnen beschikken over zeggenschap en informatie. Dus één sleutel voor verandering lijkt eenvoudig: onafhankelijke en scherpe maar betrokken commissarissen. Het is opvallend dat de gemiddelde leeftijd van de raden van commissarissen bij private equity eind dertig is; zeer intelligente, scherpe en ervaren lieden met vaak met een investment bank achtergrond die de goede vragen stellen en niet bang zijn de confrontatie aan te gaan indien echt nodig. Valt hier iets van te leren?

Wij denken van wel, zeker als we in beschouwing nemen welke fundamentele (verdere) wijziging in de plaats van de RvC is te verwachten in beursvennootschappen. Zij zal niet kunnen ontsnappen aan een veel nauwere betrokkenheid bij de strategie (en uitvoering daarvan) van ondernemingen. De activistische aandeelhouders dwingen dit af. Dit betekent een volgende aanslag op de tijdbesteding. De controlerende, compliance-achtige rol is al zo uitgebreid in de afgelopen – zie de SOX-achtige veranderingen (compliance, audit). Maar de RvC zal verder op de proef worden gesteld, nu richting strategie en meer directe betrokkenheid hierbij. Dit komt dichter bij de rol die raden van commissarissen spelen bij PE. Geen afstandelijkheid meer, en geen paternalisme (wat al even geleden is verdwenen) maar betrokkenheid en dat met als strikte eis dat voldoende onafhankelijkheid wordt gegarandeerd. Dit laatste is juist voor beursgenoteerde ondernemingen met de vele daaraan verbonden belangentegenstellingen essentieel.

De vaak eenzijdige samenstelling qua leeftijd, geslacht en achtergrond en de (te) grote afstand van onze raden van commissarissen past niet bij de actieve en disciplinerende rol die raden van commissarissen in toenemende mate moeten gaan innemen bij beursgenoteerde ondernemingen. De hier bovengeschetste invulling bij PE biedt een houvast. Op deze wijze wordt althans gedeeltelijk de grootste kracht van het private equity model geïmiteerd met behoud van de voordelen van public equity – liquiditeit en 'bescherming' tegen de sterke korte termijn focus van 'activisten'.[21]

Deze oplossing lijkt eenvoudig maar is hardnekkiger gebleken dan wellicht gedacht (Bebchuck en Fried, 2004). De essentie voor onafhankelijke commissarissen is diversiteit. Diversiteit qua leeftijd, specialisme, achtergrond (sociale netwerk), sexe en nationaliteit. Old boys dominantie moet worden doorbroken omdat het te weinig rekening houdt met nieuwe ontwikkelingen en invloeden van buitenaf, onvoldoende onafhankelijkheid biedt en ook een te grote eenvormigheid en *groupthink* in de besluitvorming creëert. Daarentegen heeft diversiteit twee belangrijke voordelen: onafhankelijkheid en vaak betere beslissingen.[22]

Diversiteit is geen doel op zichzelf zijn, maar in combinatie met criteria die kennis van zaken waarborgen een belangrijke factor. Insider groepen die macht hebben laten zich echter niet snel aan de kant zetten. Een duidelijk en zwaar aangezet beleid gericht op diversiteit is daarom vereist. Veranderingen komen anders veel te langzaam, en de dynamiek van de wereld om ons heen vraagt om

[21] Citaat van de CEO van een voormalige divisie van een grote multinational die nu in handen is van private equity: "Mijn huidige commissarissen zijn vele malen intelligenter, scherper, en dichter op de bal dan de hele raad van bestuur toen ik nog divisiedirecteur was".

[22] Een onderbouwing hiervan is gebaseerd op het fenomeen van 'wisdom of crowds' (Surowiecki, 2004): het is aangetoond dat een diverse, onafhankelijke groep leken vaak tot betere beslissingen komt dan enkele specialisten.

snelle actie. Afgedwongen of niet, elementen van versterking van de RvC moeten gericht zijn op het verlagen van de gemiddelde leeftijd van Raden Commissarissen met tenminste 10 jaar, en meer diversiteit in achtergrond (ten hoogste 1/3 (ex-)bestuurders, tenminste 2 financieel en 2 sectorspecialisten, tenminste 1/3 vrouwen (en … 1/3 mannen), 1/3 buitenlanders waar mogelijk, etc.).

Uiteraard zijn er zeker grenzen aan diversiteit. Die hebben te maken met omvang van boards (omvang tussen 4 en 8 personen), een gezamenlijk discours en het creëren van onderling vertrouwen. Daarnaast is er ook nog een praktisch probleem bij buitenlanders die minder makkelijk even over komen vliegen, wat juist in geval van problemen of calamiteiten een belemmerende factor vormt. Wanneer de onderneming plotseling in zwaar financieel weer zit zijn het vaak Nederlandse commissarissen die dankzij hun onderlinge vertrouwen, brede netwerk en korte communicatielijnen het snelst kunnen handelen. ‘Afstand’ doet er dus toe. Dit zijn zaken die onderkend moeten worden in het functioneren (en samenstellen) van de RvC; met name moeten vooraf inschattingen worden gemaakt van het type crisis-situatie dat zich zou kunnen voordoen. Dit soort scenarioanalyses in het functioneren van de RvC is overigens een zinvolle invulling van de verdere professionalisering.

Een cruciale factor waar private equity ook beter scoort dan public equity is aanzienlijk meer commitment en minder marginale taakopvatting van commissarissen. Op de eerste plaats betekent dit simpelweg een veel grotere tijdsbesteding en meer dan ‘gevoelde’ verantwoordelijkheid. De president commissaris, ook van een two tier board, moeten minstens 1 dag per week besteden aan ‘zijn’ onderneming. Hij/zij moet een eigen kamer hebben op de verdieping van het bestuur, over de gangen lopen en iedereen op het eerste en tweede echelon kennen. Ook de overige commissarissen moeten aanzienlijk meer tijd besteden, zeker 20 *echte* dagen per jaar zou geen overbodige luxe zijn. Zij moeten de volle verantwoordelijkheid voelen voor het wel en wee van de onderneming. Tenslotte het collectief. Als het goed is vormt de raad van bestuur een fulltime team. De RvC daarin tegen is momenteel veeleer een samenraapsel van individuen, die elkaar 6 keer per jaar ontmoeten, plus wat bijeenkomsten in audit comités. Commissarissen moeten tijd besteden aan het creëren van een team en elkaar beter leren kennen. Als het erop aankomt, wint een hecht team immers altijd van een verzameling individuen.

De versterking van de onafhankelijkheid en kwaliteit van raden van commissarissen is noodzakelijk maar wij zijn de eerste om toe te geven dat dit geen panacee voor alle geschetste problemen is. Maar juist bij beursgenoteerde ondernemingen zonder geconcentreerd aandelenbezit (en dus gemiddeld genomen weinig betrokkenheid van aandeelhouders) drukt op de Raad van Commissarissen een grote verantwoordelijkheid. Versterking van de RvC is conditio sine qua non om de *eclips* te helpen voorkomen.

2.3.2 Versterking van de aandeelhoudersstructuur

De instabiliteit onder aandeelhouders zit voor een groot deel vast aan de hoge mate van spreiding. Het lijkt ons uitgesloten dat volledig gespreid aandelenbezit optimaal kan zijn. Ondernemingen moeten op zoek naar relatief vaste groepen grote minderheidsaandeelhouders met daarnaast een *free float* die liquiditeit in het aandeel garandeert.[23] Die grote minderheidsaandeelhouders verschaffen stabiliteit en zetten meer druk en discipline op de onderneming, en zorgen dat aandeelhouders serieus worden genomen. Dit zal ook een betere informatie-uitwisseling mogelijk maken en tot een meer vruchtbare dialoog uitnodigen. Een disproportionele invloed van deze aandeelhouders is te verwachten.[24]

Wij voorzien en willen graag bepleiten dat participatiemaatschappijen bereid zijn minderheidsposities te nemen in zowel beurs- als niet-beursgenoteerde ondernemingen. Voor niet-beursgenoteerde ondernemingen zien we participatiemaatschappijen ontstaan die met *off-the-exchange* minderheidsaandeelhouderposities niet beursgenoteerd eigendom tot een valide lange termijn propositie omtoveren. In een dergelijk model specialiseren participatiemaatschappijen 'nieuwe stijl' zich in het ter beschikking stellen van eigen vermogen via minderheidsbelangen in ondernemingen. Dit wordt een soort 'bank' voor aandelenkapitaal.

Het private, niet naar de beurs stromende kapitaal is alsmaar groeiende en naar het zich laat aanzien van een omvang die ver uitstijgt boven wat geplaatst kan worden bij het op buy-outs gerichte private equity. Bovendien is er dan sprake van een betere onderhandse verhandelbaarheid van minderheidsaandelenposities, hetgeen de attractiviteit van niet-beursgenoteerd eigendom vergroot.

Het voordeel van een dergelijk model is dat het voor ondernemingen eenvoudiger wordt om met haar aandeelhouders te communiceren. De aandeelhoudersinvloed is sterker georganiseerd en beter gemobiliseerd. Het aandeelhouderschap is dan ook verder geprofessionaliseerd. De betere afstemming tussen onderneming en (grote) minderheidsaandeelhouders zou waarde moeten kunnen creëren. Meer

[23] Zie Bolton en Von Thadden (1998).

[24] We sluiten ook niet uit dat via het UK *dual class shares* systeem extra zeggenschapsrechten worden toegekend aan deze aandeelhouders. De *one-share-one-vote* doctrine die met name binnen de EU bureaucratie in Brussel grote populariteit geniet stoelt niet op economische optimaliteit zoals bekend uit het vakgebied corporate finance. Het is een politiek en juridisch gemakkelijk te verdedigen en populaire notie die 'eerlijkheid' suggereert, en overigens recentelijk afgezwakt door de Europese Commissie. Het is dus zeker niet zo dat one-share-one-vote per definitie optimaal is. De wetenschappelijke literatuur is hierover niet eenduidig. Theoretisch bezien valt onder bepaalde omstandigheden af te leiden dat one-share-one-vote optimaal is. Maar er zijn evenzeer omstandigheden denkbaar waarbij dual class shares optimaal kunnen zijn. De uitstervende Nederlandse praktijk van certificering, waarbij stemmen terechtkwamen bij een administratiekantoor dat geen kapitaalbelang had in de onderneming, kan niet als optimaal worden afgeleid. Het op een of andere manier koppelen van stemmen aan een kapitaalinbreng in de onderneming is noodzakelijk.

lange termijn georiënteerde beleggers moeten hier mogelijk de voordelen van inzien.

De voordelen zijn tot op zekere hoogte makkelijker te duiden in het geval van minderheidsbelangen in beursgenoteerde ondernemingen. In dat geval zouden de grotere minderheidsaandeelhouders kunnen zorgen voor de gewenste disciplinering van en betere afstemming met het management. Dit zou uitkomst bieden voor het versterken van public equity waarbij een free float gecombineerd wordt met een aantal grote minderheidsaandeelhouders. Hiermee is er een grotere stabiliteit onder de aandeelhouders, en ook een meer effectieve zeggenschap. Merk op dat de minderheidsaandeelhouders een belangrijke rol gaan spelen omdat de onderneming graag zal willen luisteren naar deze aandeelhouders omdat zij bescherming bieden tegen ongewenste activisten. Die ‘bescherming’ zal uitsluitend geboden worden als deze minderheidsaandeelhouders het gevoel hebben zeer serieus te worden genomen.

Dus wij zien een (toenemende) rol voor grotere minderheidsaandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen, maar juist ook buiten de beurs. Ook de keuze tussen wel of geen beursnotering zal een meer dynamisch proces worden; inderdaad ook mede via de activiteit van PE via buy-outs. Deze herschikkingen zullen ook meer in het algemeen de vraag oproepen voor welke ondernemingen en in welk stadium van hun ontwikkeling een beursnotering optimaal is (zie Boot e.a., 2006). Of er minder bedrijven in de toekomst op de beurs genoteerd zullen zijn valt niet zeggen. Wat wij wel verwachten is dat het hebben van wel of geen beursnotering een meer dynamisch proces zal worden. Ondernemingen zullen vaker de beurs betreden en weer verlaten, en later mogelijk weer betreden, afhankelijk van de specifieke omstandigheden en levensfase waarin de onderneming zich bevindt.

2.3.3 Terughoudendheid bij optrekken van beschermingswallen

Een alternatieve route tegen de ‘activisten’ zou zijn om de kwetsbaarheid van beursfondsen voor activistische aandeelhouders (en overnames) te beperken door de afgebroken muur om de onderneming weer op te bouwen. Die route is niet aan te bevelen. Dat zou immers betekenen dat de (dreigende) disciplinerende werking van activistische aandeelhouders zou verminderen, hetgeen aanzienlijke waardevernietiging zou betekenen omdat langdurige achterblijvende prestaties of onverantwoorde overnames weer mogelijk zouden worden.

Echter, hoezeer wij ook willen waarschuwen tegen het zo maar versterken van de verdedigingslinies van de onderneming, onderkennen wij tegelijkertijd dat in de huidige praktijk Nederlandse ondernemingen wel erg ‘open’ zijn. Met name de open Nederlandse eigendomsstructuur (weinig aandelen in ‘beschermde’ handen, geen cross holdings, etc.) en de relatief grote vrijheden van aandeelhouders (de snel verdwenen juridische beschermingswallen) lijken Nederlandse ondernemin-

gen nogal kwetsbaar te maken.[25] Dat neemt niet weg dat de weg terug geen begaanbaar pad is maar dat we de scherpe kantjes moeten elimineren. De in de paragraven 2.2. en 2.3 opgenomen aanbevelingen gaan dan ook in die richting. Hierbij moet ook bedacht worden dat zeker ten dele we te maken hebben met een overgangssituatie. Het ondernemingsbestuur moet leren hoe om te gaan met aandeelhouders. Wij verwachten ook dat op het niveau van de onderneming een verdere *fine-tuning* van statutaire regelingen zal plaatsvinden die het evenwicht tussen bestuur en aandeelhouders ten goede zal komen.[26]

[25] Zie ook de bespreking in paragraaf 2.2.1.
[26] Cremers e.a. (2007) laten zien dat een bepaalde minimale bescherming van de onderneming ook in het belang is van aandeelhouders, juist om een grotere stabiliteit in strategie mogelijk te maken. Dit is ook in lijn met de door ons aangeven noodzaak van stabiliteit in de aandeelhouderstructuur.

2.4 Samenvatting en conclusies

Sinds de boekhoudschandalen rond de eeuwwisseling ligt public equity onder vuur. SOX, governance codes en een focus op control en risico management waren het directe gevolg. Ook kregen aandeelhouders meer macht, met name in Nederland. Gespreid aandelenbezit, kenmerkend voor een beursgenoteerde onderneming ('public equity'), heeft echter nog steeds een element van passiviteit in zich. De klassieke kleine aandeelhouder met weinig individuele macht en beperkte informatie is niet in staat management voldoende scherp te houden. waardoor (Nederlandse) ondernemingen onder 'normale omstandigheden' de aandeelhouder onvoldoende in het vizier hebben. *Managerial capitalism* was eerder regel dan uitzondering, zeker ook in de VS.

De vraag hoe public equity te versterken is acuut. Activistische aandeelhouders, met name activistische hedge fondsen, versterken het public equity model door haar inherente zwaktes op – een te kort aan disciplinering van het management door te beperkte bemoeienis van en informatie bij gespreide aandeelhouders en free rider problemen – op te vangen. Wij hebben laten zien hoe de dreiging van activisme disciplinerend kan werken. Grosso modo zien we aandeelhouder activisme als een gezonde ontwikkeling die ondernemingen kan aanzetten tot een betere dialoog met aandeelhouders en andere stakeholders. Het is echter niet een kosteloos mechanisme omdat de onmiddellijke acties waar activistische aandeelhouders op aandringen op gespannen voet kunnen staan met zorgvuldigheid en lange termijn waarde creatie.

Dit laatste valt hen niet zonder meer kwalijk te nemen. Zodra activisten aan het werk zijn is veelal sprake van een beschadigd management, of in ieder geval een management wat zijn geloofwaardigheid bij de financiële markten grotendeels kwijt is. Het directe gevolg is dat een dergelijk management onvoldoende geloofwaardigheid heeft om een mandaat te krijgen voor een lange termijn strategie. Het management staat met de rug tegen de muur.

De *dreiging* van aandeelhouder activisme werkt dus veelal positief, maar hun daadwerkelijk ingrijpen heeft ook negatieve kanten. Private equity biedt een alternatief door ondernemingen via buy-outs van de beurs te halen. Private equity geeft aandeelhouders informatie en macht en daarmee de mogelijkheden om focus en discipline te creëren. Dit gaat dan veelal in combinatie met hoge financiële leverage en sterke financiële prikkels voor het management. Het is echter tijdelijk omdat binnen een aantal jaren naar exit wordt gezocht. Ook dit is niet kosteloos en kan leiden tot perverse prikkels. Private equity heeft een relatief korte horizon en een bijna exclusieve focus op het verbeteren van het financieel rendement. Niet voor niets wordt het aangeduid als een 'buy-to-sell' model. Het is daarmee een tijdelijk reparatiemodel en geen structureel alternatief.

Voor zowel activistische aandeelhouders als private equity hebben wij een aantal aanbevelingen geformuleerd om hun potentiële nadelen te compenseren. Deze

hebben te maken met het tegengaan van belangentegenstellingen via grotere transparantie, onder meer over de financiële belangen van de betrokken partijen, betere handelsregels (zowel voor het biedingproces als voor wie wanneer wel of niet in aandelen mag handelen) en een duidelijker positie en verantwoordelijkheid voor de RvC (zie de paragrafen 2.2.2 en 2.2.3). Ook doen we enkele aanbevelingen die geïnterpreteerd zouden kunnen worden als het (weer) versterken van beschermingsconstructies. Hier past echter de grootst mogelijke terughoudendheid. Juridische beschermingswallen kunnen leiden tot verschansing van het management, en dat mag nooit het doel zijn. Wel is er enige ruimte nodig om via tijdelijke constructies ruimte te scheppen voor een meer ordentelijke en gebalanceerde besluitvorming. Gezien de erg open eigendomsstructuur van Nederlandse beursvennootschappen in internationaal perspectief is dit niet onredelijk.

Een tweede weg die wij volgen is via een *rechtstreekse* versterking van het public equity model. Dit is te meer van belang omdat private equity een tijdelijk reparatiemodel is voor public equity en geen structureel alternatief, noch is het kosteloos. Het laatste geldt mogelijk in versterkte mate voor het activisme van hedge fondsen. We zien twee complementaire en meer directe oplossingsrichtingen: versterking van de Raad van Commissarissen en versterking van de stabiliteit van de aandeelhouderstructuur. Daarmee moet een betere grip op zowel management als aandeelhouders mogelijk worden waardoor een betere dialoog en stabielere strategie kunnen ontstaan.

Voor wat betreft de RvC valt op dat de focus op control en risico-management, die voortkomt uit de boekhoudschandalen en de daarop volgende wetgeving (met name SOX maar ook de Code Tabaksblat), commissarissen handen vol werk heeft gegeven, met name compliance-gerelateerd (in audit commissies bijvoorbeeld). Maar de focus op compliance suggereert nog steeds afstand en hoogstens een controlerende betrokkenheid. En dit is juist hetgeen dat niet meer wordt geaccepteerd in het meer activistische aandeelhoudersklimaat. De combinatie van te zeer op afstand staande commissarissen en inactiviteit van gespreide aandeelhouders zorgt voor een te beperkt toezicht op de onderneming bij de formulering en uitvoering van haar strategie. Achterblijvende prestaties en onverantwoorde overnames zijn soms het gevolg. De activistische aandeelhouder vereist meer van de commissarissen. Commissarissen zullen nadrukkelijker bij het ondernemingsgebeuren worden betrokken, juist ook als het gaat om strategische vraagstukken en de uitvoering op hoofdlijnen. De activistische aandeelhouder staat niet toe dat commissarissen een afstandelijke en controlerende rol blijven spelen. Dus een volgende verzwaring van de werklast komt er aan. Het agressievere klimaat waar beursgenoteerde ondernemingen zich in bevinden vraagt dus om actieve betrokkenheid van commissarissen bij de strategie waarbij simultaan onafhankelijkheid ten opzichte van het management moet worden gegarandeerd. De RvC ziet zich daarbij geplaatst voor de ogenschijnlijke paradox om tegelijkertijd het management voldoende speelruimte en flexibiliteit te bieden om in te kunnen spelen op zich wijzigende omstandigheden.

In onze aanbevelingen over de RvC – zie paragraaf 2.3.1 – hebben wij aangegeven dat drastische verjonging met een grotere diversiteit onder commissarissen een voorwaarde is om invulling te kunnen geven aan die nieuwe rol. In de Nederlandse verhoudingen betekent dit een kleine aardverschuiving.

Met betrekking tot de gewenste stabiliteit onder aandeelhouders staat ons voor ogen dat ondernemingen meer stabiele minderheidsaandeelhouders moeten aantrekken, en dat hier in toenemende mate mogelijkheden toe gaan ontstaan. Een beursnotering kan hand in hand gaan met het hebben van enkele minderheidsaandeelhouders naast een free float. De grote hoeveelheid geld die beschikbaar is voor private equity zou via participatiemaatschappijen nieuwe stijl – als een soort 'bank' voor eigen vermogen – een uitweg kunnen vinden in minderheidsbelangen. Dit biedt grotere stabiliteit voor de onderneming en haar strategie. We hebben aangegeven in paragraaf 2.3.2 dat de mogelijkheden hiervoor zijn toegenomen zodat ondernemingen die belang hebben bij behoud van deze stabielere aandeelhouders hieraan invulling kunnen geven, en hiermee aangezet zullen worden tot een betere dialoog. Ook zouden wij het toejuichten als *buiten* de beurs een 'nieuw' privaat model ontstaat gebaseerd op financiering door participatiemaatschappijen via minderheidsparticipaties dat meer lijkt op familiebedrijven maar – uiteraard - zonder de specifieke ontstaansgeschiedenis die familiebedrijven kenmerkt.[27]

Activistische aandeelhouders binnen het public equity model en private equity zijn beide *here to stay*. Maar private equity is slechts een korte termijn reparatiemodel wat de zwaktes van andere modellen bloot legt en tijdelijk adresseert. En de *dreiging* van activistische aandeelhouders disciplineert weliswaar maar daadwerkelijk activisme heeft ook sterke nadelen. Dus public equity moet worden versterkt. Wij hopen met dit preadvies hiertoe een aanzet te hebben gegeven.

[27] Dit is onderdeel van een algemener vraagstuk, namelijk in hoeverre verschuivingen zullen ontstaan in de relatieve populariteit van een beursnotering ('public equity') ten opzichte van alle soorten niet-beursnotering (met name private equity, familiebedrijven en coöperaties).

Referenties

Allen, F. (1993), Stock Markets and Resource Allocation, in: Mayer, C. en X. Vives (eds), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge: Cambridge University Press.

Armour, John & Brian Cheffins (2007), The Market for Corporate Influence: Activist Hedge Funds and their Antecedents, *Working Paper*.

Baierl, Gary T., Paul D. Kaplan, Peng Chen (2002), Venture Capital and its Role in Strategic Asset Allocation, *Journal of Portfolio Management*, Winter.

Barber, Brad M. (2006), Monitoring the monitor: Evaluating CalPERS' shareholder activism, *Working Paper*.

Barber, Felix & Michael Goold (2007), The strategic secret of private equity, *Harvard Business Review*, september, 53-61.

Bearle, A.A. & G.C. Means (1932), *The modern corporation and private property*, New York, McMillan.

Bebchuck, Lucian A. & Alma Cohen (2005), The costs of entrenched boards, *Journal of Financial Economics*, 78, 409-433.

Bebchuck, Lucian A. & Jesse Fried (2004), *Pay without performance; the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press.

Becht, Marco, Julian Franks, Colin Mayer & Stefano Rossi (2006), Returns to shareholder activism; evidence from a clinical study of the Hermes UK focus fund, *Working Paper*.

Berger, P. & E. Ofek (1995), Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.

Bolton, Patrick & Ernst-Ludwig von Thadden (1998), Blocks, liquidity and corporate control, *Journal of Finance* 53, 1-25.

Boot, Arnoud, W.A., Gopalan Radhakrishnan & Anjan V. Thakor (2006), The entrepreneur's choice between private and public ownership, *Journal of Finance* 61, 803-837.

Boot, Arnoud, W.A., Gopalan Radhakrishnan & Anjan V. Thakor (2007), Market liquidity, investor participation and managerial autonomy: Why do firms go private, *Journal of Finance*, te verschijnen.

Boot, Arnoud W.A. & Anjolein Schmeits (2001), Onderneming en financiële markt, in: H. Schenk ed., *Herpositionering van ondernemingen*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, 31-61.

Bratton, William W. (2007), Hedge funds and governance targets, *Working Paper*.

Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall Thomas (2007), "Hedge fund activism, corporate governance and firm performance", *Journal of Finance*, te verschijnen.

Bruner, Robert F. (2005), *Deals from Hell: M&A Lessons that Rise Above the Ashes*, Hoboken, John Wiley.

Burkart, Mike, Denis Gromb & Fausto Panunzi (1997), Large shareholders, monitoring, and the value of the firm, *Quarterly Journal of Economics 112*, 693-728.

Burrough, Bryan & John Helyar (1990), *Barbarians at the gate; the fall of RJR Nabisco*, Collins.

Caldwell, Ted (1995), Introduction: The Model for Superior Performance, in J. Lederman and R.A. Klein, eds., *Hedge Funds*, Irwin, New York, 1-17.

Chandler, Alfred D. Jr. (1977), *The Visible Hand*, Harvard University Press.

Chatterjee, Arijit & Donald C. Hambrick (2006), It's All About Me: Narcissistic CEOs and Their Effects on Company Strategy and Performance, *Working paper*.

Cochrane, J.H. (2005), The risk and return of venture capital, *Journal of Financial Economics* 75, 3-52.

Coffee, John C. (2002), Understanding Enron: It's about the Gatekeepers Stupid, Columbia Law & Economics Working Paper, no. 207.

Cools, Kees (2005), *Controle is goed, vertrouwen nog beter; over bestuurders en corporate governance*, Van Gorcum, Assen.

Cremers, Martijn K. J., Vinay B. Nair & Urs Peyer (2007), Takeover Defenses and Competition, Yale University Working Paper, april.

Daley, L., V. Mehrotra & R. Sivakumar (1997), Corporate focus and value creation: Evidence from spinoffs, *Journal of Financial Economics* 45, 257-281.

Davis, Gerald F., Kristina A. Diekmann, Catherine H. Tinsley (1994), The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form, *American Sociological Review*, 59, 547-570.

Eberhart, Allan C., William F. Maxwell & Akhtar R. Siddique (2004,) "An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases", *Journal of Finance*, 623-650.

Eberhart, Allan C. & Akhtar R. Siddique (2002), The long-term performance of corporate bonds (and stocks) following seasoned equity offerings, *Review of Financial Studies* 15, 1385–1406.

Flieischer, Victor (2007), Taxing Blackstone, Uinversity of Illinois College of Law, working paper, September.

Frentrop, Paul (2002), *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*, Prometheus, Amsterdam.

Friedman, Milton (1970), The social responsibility of business is to increase its profits, *The New York Times Magazine*, September 13.

Fuller & Jensen (2002) Just say no to Wall Street: Courageous CEOs are putting a stop to the earnings game and we will all be better off for It, *Journal of Applied Corporate Financ*e, 14;4, 41-46.

Gertner, Robert, David Scharfstein & Jeromy Stein (1994), Internal versus external capital markets, *Quarterly Journal of Economics* 109, 1211-1230.

Greenwood, Robin & Michael Schor (2007), Hedge fund investor activism and takeovers, *Working paper*.

Harper, Neil & Antoon Schneider (2004), Private equity: new challenge, *McKinsey on Finance*, summer.

Holmstrom, Bengt & Steven M. Kaplan (2001), Corporate governance and merger activity in the United States: Making sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 121-144.

Ikenberry, David, Josef Lakonishok & Theo Vermaelen (1995), Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics* 39, 181–208.

Jensen, Michael C. (1989), Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, September-October, 62-73.

Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, ?, 305-360.

Jones, Charles M. & Matthew Rhodes-Kropf (2003), The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity, *Working paper.*

Kaplan, Steven N. & Antoinette Schoar (2005), Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *Journal of Finance* 50, 1791-1823.

Klein, April & Emmanuel Zur (2006), Hedge Fund Activism, *Working paper*

Koeplin, John, Atulya Sarin & Alan Shapiro, 2000, The private company discount, *Journal of Applied Corporate Finance*, 12, 94-101.

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer & Robert Vishny (1994), Contrarian investment, extrapolation, and risk, *Journal of Finance* 49, 1541–1578.

Lamont, O. (1997), Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets, *Journal of Finance* 52, 83-109.

Lamont, O. & C. Polk (2001), The diversification discount: Cash flows versus returns, *Journal of Finance* 56, 1693-1721.

McKinsey (2006), Creating value: the debate over public vs private ownership, *McKinsey on Finance*, Autumn.

Millon, D. (1990), Theories of the corporation, *Duke Law Journal*, 201-262.

Myers, Stewart (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics* 4, 147-175.

Partnoy, Frank (2003), *Infectious Greed*, 2003, Times Books.

Renneboog, Luc, Thomas Simons & Mike Wright (2007), Why do firms go private in the UK?, *Working paper.*

Scharfstein, D. & J. Stein (2000), The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment, *Journal of Finance*, 55, 2537-2564.

Schmeits, Anjolein (2007), Belangenconflicten in de private equity markt, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 81, 312-322.

Schmidt, Daniel (2004), Private equity-, stock- and mixed asset-portfolios: A bootstrap approach to determine performance characteristics, diversification benefits and optimal portfolio allocations, *Working Paper Center for Financial Studies.*

Shin, H. & R. Stulz (1998), Are internal capital markets efficient?, *Quarterly Journal of Economics* 113, 531-552.

Shleifer, Andrey & Robert Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.

Shleifer, Andrey & Robert Vishny (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Smit, Han T.J. & Ward A. van den Berg (2007), De private-equity golf, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81, 303-311.

Stein, Jeromy (1988), Colt industries, Case 9-289-0121, Harvard Business School.

Stein, Jeromy (1989), Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior, *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655-669.

Stulz, Rene (1990), Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.

Sundaram, Anant K. & Andrew C. Inkpen (2004), "The corporate objective revisited", *Organization Science*, 15; 3, 350-363.

Surowiecki, James (2004), *The wisdom of crowds: why the many are smarter than the few and how collective wisdom shapes business, economies, societies and nations*, New York, Doubleday.

Thompson, Robert B. (2007), The Limits of Hedge Fund Activism, *Conference paper Conference on Activist Investors, Hedge Funds and Corporate Governance, Amsterdam.*

Whited, Tony (2001), Is it inefficient investment that causes the diversification discount?, *Journal of Finance* 56, 1667-1691.

Wright, M.R., R. Hoskisson & L. Busenitz (2001), Firm rebirth buy-outs as facilitators of strategic growth and entrepreneurship, *Academy of Management Executive*, 15, 111-115.

Young, Don & Pat Scott (2004), *Having their cake...; How the City and Big Bosses are Consuming UK Business*, Kogan Page Limited.