

# Sprinkhanen of waakhonden?

Sprinkhanen, roofridders. De weerstand tegen oprukkende durfkapitalisten gaat gepaard met heftige emoties en forse vergelijkingen. Er wordt gevraagd om wettelijk ingrijpen tegen hun kortetermijnacties. Onterecht. Tijd voor een kritische analyse.

RUUD PRUIJM\*

De oprukkende durfkapitalisten stuiten op steeds meer weerstand in Nederland. De woorden *private equity* en *hedge fund* staan vandaag de dag garant voor emotionele debatten. Beladen typering als sprinkhanen en roofridders vliegen over tafel. Iedereen heeft wel een mening. Het is denk ik tijd voor een kritische analyse van de argumenten die tot nu toe in het debat een rol spelen. Allereerst een verduidelijking over waar we het over hebben. De in de discussies gebruikte term 'durfkapitalisten' omvat namelijk een nogal gemengd gezelschap, waaronder bijvoorbeeld *venture capitalists*, *private equity* en *hedge funds* vallen (zie kader). De kritiek schijnt zich vooral te richten op *private equity* en *hedge funds*, dus is het beter om dan ook het beestje bij de naam te noemen. Als we kijken naar de geuite bezwaren dan zien we enerzijds dat men beducht is voor de gevolgen van overname van Nederlandse bedrijven door *private equity* funds en anderzijds voor de specifieke activiteiten van *hedge funds* als activistische aandeelhouders. Laten we beginnen met de twee bezwaren tegen *private equity*.

## Filialisering van Nederland

Dit bezwaar komt er op neer dat er steeds meer ondernemingen van de beurs verdwijnen na overname door *private equity*-maatschappijen, en dat hierdoor ook steeds meer hoofdkantoren van Nederlandse ondernemingen uit ons land verdwijnen. Hoogleraar Cees Cools zei hierover onlangs in Het Financieel Dagblad: "Er is geen bewijs voor de stelling dat *private equity* leidt tot een exodus van hoofdkantoren uit Nederland. Sterker nog, het gebeurt hoogst zelden." Ook het aandeelhoudersactivisme heeft volgens Cools niet geleid tot het vertrek van een

*'Over het algemeen is er sprake van een gezonde werking van durfkapitaal.'*

Nederlandse NV. In die gevallen waarin het hoofdkantoor vertrok ging het om de gevolgen van een fusie, zoals bij KLM en Air France. Ik ben het daar volledig mee eens, maar kan me wel voorstellen dat chauvinistische gevoelens een rol spelen. Ik hoor wel eens het argument 'je moet er toch niet aan denken dat Philips in buitenlandse handen valt?'. We moeten daar echter nuchter in zijn: de meerderheid van de aandelen Philips is al in buitenlandse handen. Sterker nog, ruim tachtig procent van de aandelen van de grootste Nederlandse beursfondsen is tegenwoordig in handen van buitenlandse partijen. Maar dat is nog geen reden om een verdedigingslinie voor Nederland op te werpen. Ondernemingen kunnen alleen maar overleven in een mondiale markt. Protectionisme is niet meer van deze tijd en zal ook in de rest van de wereld niet worden geaccepteerd. De discussie zou beter kunnen gaan over maatregelen die ervoor zorgen dat er voldoende aanwas van Nederlandse bedrijven is en dat de Nederlandse economie de concurrentie met het buitenland succesvol kan voeren.

## Extreme leverage

Het tweede bezwaar tegen *private equity* is gericht tegen de manier waarop *private equity*-maatschappijen hun overnames financieren. Bijvoorbeeld oud-ABN AMRO-topman Jan Kalff en De Nederlandsche Bank hebben hun zorg hierover geuit. Het grootste gevaar schuilt



*'We moeten nuchter zijn: ruim tachtig procent van de aandelen van de grootste Nederlandse beursfondsen is tegenwoordig in handen van buitenlandse partijen.'*

ILLUSTRATIE: NADIA GONZALEZ

voor hen in de tendens dat private equity-huizen steeds meer geld proberen te verdienen met een steeds grotere leverage. “Er worden enorme financieringsrisico’s genomen. Het is een kwestie van tijd voordat er fouten worden gemaakt”, waarschuwt Kalff in De Telegraaf. “Het eigen vermogen dat in een bedrijf wordt gestoken, wordt steeds kleiner en de bank-schulden steeds groter. Die schulden lossen ze dan af uit de cashflow van de bedrijven.” Ook De Nederlandsche Bank sprak haar zorg uit voor de stabiliteit van het bankwezen als de rente hard zou gaan oplopen.

Natuurlijk zijn er risico’s verbonden aan deze vorm van financiering. *Leveraged finance* betekent inderdaad dat private equity-bedrijven hun overnames zoveel mogelijk financieren met vreemd geld, veelal afkomstig van banken. Hierbij gaat men wel tot percentages van negentig procent vreemd geld. De rente en aflossing moeten dan worden betaald uit de cash flow van de overgenomen onderneming. Een scherpe rentestijging zorgt dan voor grote druk op de werkmaatschappijen en kan mogelijk leiden tot een faillissement.

Na het debacle met het hedge fund Long-term Capital Management in 1998 heeft de President’s Working Group on Financial Markets bezien hoe de potentiële risico’s van

excessieve leverage door hedge funds het beste konden worden bestreden. Hun aanbeveling was: beter risicobeheer bij de geldverstrekkers. Directe regulering van hedge funds werd afgewezen, vanwege de hoge kosten en geringe effectiviteit.

In januari 1999 publiceerde het Basel Committee on Banking Supervision aanbevelingen voor het verlenen van krediet aan hedge funds, waaraan banken zouden moeten voldoen. In de praktijk heeft dit tot nu toe goed gewerkt. Dat laat al zien dat het leverage-verwijt ten onrechte aan de hedge funds wordt toegedicht.

Als er al excessieve financiering plaatsvindt, dan is dit toch vooral een probleem voor de banken zelf. Men mag aannemen dat zij als geen ander op de hoogte zijn van de mogelijke risico’s van een bepaald krediet en de onderliggende aannames, zoals de cashflow-vooruitzichten. Als er dan iets mis mocht gaan, dan is dat een gewoon bedrijfsrisico.

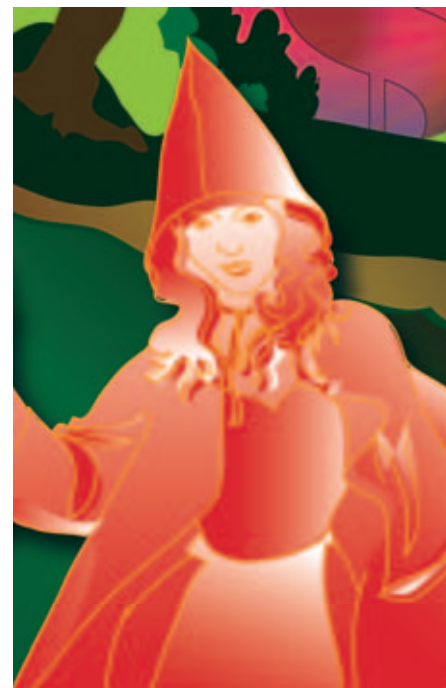
Op de achtergrond speelt in de discussie ook mee dat men denkt dat private equity ondernemingen - door ze te kopen en van de beurs te halen, vervolgens de korte termijn cash flow zo hoog mogelijk te krijgen, veel vreemd kapitaal binnen te halen, en ten slotte de onderneming via een emissie weer aan de beurs te noteren - zwakker maakt. Een recente academische studie komt echter tot een volstrekt tegengestelde conclusie<sup>1</sup>. Daarbij zijn de prestaties onderzocht van 496 ondernemingen die van 1980 tot en met 2002 een dergelijke ‘behandeling’ hebben ondergaan. Wat blijkt: zij hebben duidelijk beter gepresteerd dan de gemiddelde stijging van de koersen op de aandelenmarkt, en ook in vergelijking met andere nieuwkomers op de beurs.

Een aantal bezwaren in het publieke debat betreft meer specifiek de hedge funds. Ik zal deze kort bespreken.

### Conflicterende belangen

In de praktijk zijn hedge funds er soms op gericht - al of niet in samenwerking met private equity-partijen - om ondernemingen over te nemen waarin zij een belang hebben. In dat geval conflicteren hun belangen duidelijk met die van de andere aandeelhouders. Het hedge fund zal tegen een zo laag mogelijke prijs willen kopen, andere aandeelhouders willen juist een hogere prijs.

In feite is dat geen nieuw probleem bij overnames, en geldt het zeker en alleen niet voor hedge funds. Het afwijkende belang van het hedge fund is voor het bestuur en de overige



*‘Als er al excessieve financiering plaatsvindt dan is dit toch vooral een probleem voor de banken zelf.’*

aandeelhouders volkomen duidelijk en men kan er zich tegen wapenen. Daarbij komt nog dat hedge funds veelal geen controlerend belang nemen in het doelwit dat zij willen kopen. Het lijkt me dan ook niet dat hiervoor speciale maatregelen of regels nodig zijn.

### Geheime samenwerking

In veel gevechten tussen ondernemingsbesturen en hedge funds kan het aandelenbezit op zeer korte termijn veranderen, waarbij hedge funds gezamenlijk soms meer dan de helft van de aandelen bezitten. Het zittende bestuur en zijn raadgevers denken vaak dat de hedge funds heimelijk onderling samenwerken (*act in concert*), zowel in het verkrijgen van de aandelen als in het onder druk zetten van het management. Bij de SEC moet een dergelijke samenwerking van zakelijke beleggers worden gemeld.

Net als in Nederland moet ook in Amerika een belang van vijf procent of meer bij de officiële toezichthouder worden gemeld. Anders dan in Amerika, waar bij een belang van meer dan tien procent het zogenaamde *poison pill*-plan mag worden gestart, kennen wij nog geen regels die

### Drie soorten durfkapitalisten

Durfkapitalisten zijn ondernemingen die zich specialiseren in investeren in risicovolle investeringsobjecten. Daarbij nemen ze risico’s die bijvoorbeeld banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen niet durven te nemen. Drie belangrijke soorten durfkapitalisten:

- **Venture capitalists** - Vooral gericht op kapitaalverstrekking aan beginnende en groeiende ondernemingen, of ondernemingen in problemen. De beleggingstermijn is meestal een jaar of zeven.
- **Private equity-fondsen** - Beleggen met geld van pensioenfondsen en andere grote beleggers in het eigen vermogen (*equity*) van niet-beursgenoteerde bedrijven. Willen doorgaans een meerderheidsbelang om de strategie te kunnen bepalen. Het uiteindelijke doel (na gemiddeld drie tot zeven jaar) is een beursgang van het bedrijf of verkoop aan een strategische partij of ander private equity-fonds.
- **Hedge funds** - Besloten beleggingsfondsen, werken doorgaans met geleend geld van een beperkte groep vermogende institutionele of particuliere beleggers. Ontkomen daardoor vrijwel geheel aan toezicht van de beursautoriteiten. Beleggingsstrategieën verschillen sterk.



ingaan op het samenwerken van groepen beleggers. Net als in Amerika is het nogal moeilijk om aan te geven wanneer er sprake is van *concerted action*, onderlinge samenwerking of parallelle acties, zoals ook Eumedion begin 2006 aangaf in zijn reactie op het wetsvoorstel Implementatie Overnamerichtlijn.

Het feit dat hedge funds zich tegelijkertijd op de aandelen van een onderneming storten, betekent niet dat er sprake is van onderlinge samenwerking.

Verscheidende hedge funds kunnen op basis van eigen analyses tot de conclusie komen dat een bepaalde onderneming is ondergewaardeerd, en vervolgens een activistische strategie gaan volgen. Het kan ook zijn dat ze merken dat een concurrerend hedge fund is gestart met een dergelijke strategie, dat een goed idee vinden en aanhaken. Daar is feitelijk niets mis mee en toont aan dat het bewijs van onderlinge samenwerking en afstemming vaak uiterst moeilijk is te leveren.

### Kortetermijnfocus

Het verwijt van de kortetermijnbenadering geldt zeker voor bepaalde strategieën van hedge funds, zoals arbitrage. Hierbij neemt men voor de lange termijn posities in converteerbare aandelen of obligaties, waarbij deze posities op korte termijn worden afgedekt. Ook hier geldt dat je dit niet aan alle soorten hedge funds kunt toeschrijven. Evenmin kan dit bezwaar gelden voor private equity-bedrijven omdat die zo'n drie tot zeven jaar vast blijven houden aan overgenomen ondernemingen.

### Drie voorstellen van minister Joop Wijn

In een toespraak tijdens het seminar *Barbarians at the dykes* op 26 september 2006 suggereerde minister van Economische Zaken Joop Wijn drie maatregelen om de veronderstelde risico's van het oprukkend durfkapitalisme te beteugelen:

- **Verlaging van de drempel van de Wet melding zeggenschap (WMZ)** van vijf naar drie procent. In de per 1 oktober 2006 in werking getreden nieuwe WMZ is dit voorstel verworpen.
- **De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NPV)** zou de gedragscode moeten aanscherpen en grenzen moeten stellen aan de schuldenratio's.
- De minister wil dat ook het **bestuur** van een onderneming naar de **Ondernemingskamer** kan gaan bij onenigheid met de aandeelhouders. Dit voorstel is ook door de VEB gedaan.

### Vijf vragen

Laten we voor de discussie eens meegaan in het argument dat managers van hedge funds bij voorkeur investeren in projecten met een kortetermijnfocus, zelfs als er langetermijnprojecten zijn met de kans op meer winst. Moet de wetgever dan ingrijpen en zo ja, hoe dan? Het antwoord is van veel factoren afhankelijk:

#### Wordt dit aandeelhoudersactivisme vooral veroorzaakt door excessief kortetermijngedrag?

Hedge funds hebben veelal specifieke doelen op het oog, afhankelijk van de desbetreffende onderneming. Als deze in hoge mate is gediversifieerd, dan mikken de hedge funds op afsplitsing en verkoop van onderdelen (zoals bij Stork). Als de onderneming onder de maat presteert dan is de strategie veelal de verkoop van de onderneming aan bijvoorbeeld een private equity-maatschappij, of het wegsturen van bepaalde directeurs. Heeft de onderneming waardevolle activa op de balans dan kan een strategie zijn om deze te verkopen (zoals bij Vendex KBB). Wil de onderneming grote investeringen doen, dan zijn hedge funds soms tegen dit besluit en willen zij liever de uitkering van dividend aan aandeelhouders.

Je kunt je bij al deze verschillende strategieën afvragen of dit nu altijd een strategische keuze voor de korte termijn betreft of voor de lange termijn. Of heeft misschien de kortetermijnstrategie meer waarde dan de langetermijnstrategie? Hoe vaak komt het niet voor dat het activisme van hedge funds wordt veroorzaakt door heel andere oorzaken, zoals slecht management, een verkeerde strategie, of een veel te hoge overnameprijs bij een acquisitie?

Vraag is gaat de controverse niet zozeer over de verschillen in investeringstermijnen als wel over de meest geschikte koers voor een onderneming?

#### Is het handelen van het ondernemingsbestuur wel altijd op de lange termijn gericht?

Hebben ook zij niet al te vaak een kortetermijnfocus, al of niet gedreven door kwartaalverslagen, schommelingen in de beurskoers of de al te overspannen verwachtingen van de beleggers?

#### Wanneer en in welke mate hebben hedge funds succes met hun activistische rol?

Hoewel zij steeds actiever worden als activistische aandeelhouder, zijn zij veelal niet machtig genoeg om volledige zeggenschap uit te oefenen



*‘Vaak wordt het activisme van hedge funds veroorzaakt door heel andere oorzaken, zoals slecht management.’*

over hun doelwit. Hun belang beperkt zich veelal tot aankoop van tien tot vijftien procent van de aandelen. Het is vanuit een minderheidsbelang dat zij invloed op de strategie proberen uit te oefenen. Om hun zin te krijgen moeten zij anderen overtuigen, hetgeen niet in alle gevallen lukt. Die anderen zijn het management, de commissarissen, de particuliere beleggers, de institutionele investeerders met grote belangen en overige belanghebbenden (waaronder het personeel). De andere aandeelhouders zullen daarbij hun belangen nauwkeurig in de gaten houden. Vooral aandeelhouders die voor de langere termijn beleggen zullen uiterst kritisch staan ten opzichte van voorstellen voor de korte termijn die hun positie op de langere termijn zullen schaden.

#### Geldt het kortetermijnverwijt alleen voor hedge funds, en niet ook voor andere aandeelhouders?

Men vergeet vaak dat veel beleggers, ook de institutionele, niet voor lange termijn in een en dezelfde onderneming beleggen. Zoals de directeur van een groot pensioenfonds mij vertelde is het fonds weliswaar een langetermijnbe- ▶

legger, maar houden zij aandelenposities in een en dezelfde onderneming niet langer dan drie jaar vast. Wat veel critici niet lijken te beseffen is dat één aandeelhouder misschien maar een korte tijd bij een onderneming betrokken is, maar dat de verzameling van alle aandeelhouders voor altijd gevangen zit in die belegging. De waarde van die belegging wordt op ieder moment bepaald door de te verwachten toekomstige kasstromen.

De beurskoers is daar de uitdrukking van. De termijn van individueel aandeelhouderschap staat los van de vraag of het bedrijf een korte- of langetermijnhorizon heeft.

### **Wat is het effect van de interventie door hedge funds?**

De publieke mening is vrij duidelijk: hedge funds zijn slecht door hun kortetermijnoptiek, en daarom nadelig voor aandeelhouders en werknemers. Deze mening is echter niet gebaseerd op feiten. Uit een recente studie blijkt dat de koersen van aandelen van bedrijven waar hedge funds het op gemunt hebben, het gemiddeld beter doen dan die van andere beursgenoteerde ondernemingen<sup>2</sup>. Dat geldt

## **‘De termijn van individueel aandeelhouderschap staat los van de vraag of het bedrijf een korte- of langetermijnhorizon heeft.’**

met name in die situaties waarin hedge funds een wijziging in de strategie bewerkstelligen. Tevens concluderen de auteurs op basis van onderzoek van 374 acties door 110 hedge funds in 2004 en 2005, dat er geen empirisch bewijs is voor de aanname dat activistische hedge funds waarde vernietigen en/of een kortetermijnfocus hebben.

### **Durfskapitaal noodzakelijk**

Gegeven bovenstaande vragen en overwegingen denk ik dat er onvoldoende aanleiding is voor een wettelijke interventie. Die conclusie is vooral ingegeven door de onzekerheid ten aanzien van de vraag of kortetermijndenken nu wel het echte probleem is, wat de invloed ervan is op de activistische opstelling van hedge

funds, en de vraag in hoeverre dit denken vergelijkbaar is met het kortetermijndenken van de directie zelf.

Zowel private equity-fondsen als hedge funds maken gebruik van de mogelijkheden van de vrije kapitaalmarkt en doen dit ook binnen de wettelijke kaders. Naar mijn mening is er over het algemeen sprake van een gezonde werking van durfskapitaal, en is durfskapitaal absoluut noodzakelijk voor economische groei en innovatie. ■

### **Noot**

\* Ruud Pruijm is emeritus hoogleraar administratieve techniek aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en werkzaam als zelfstandig adviseur, interim-manager en commissaris van ondernemingen. Hij heeft zich gespecialiseerd in informatiemanagement en corporate governance.

- 1 ‘The Performance of Reverse Leveraged Buyouts’, Jerry Cao and Josh Lerner, 2006.
- 2 ‘Hedge Fund Activism, corporate governance and Firm Performance’, Alon Bray, Wei Jiang, Frank Partnoy and Randall Thomas, Working paper, 2006.