

De public-to-private transactie, in het licht van informatieasymmetrie

Maria Ham

SAMENVATTING Bij een public-to-private transactie worden de aandelen van een onderneming door een kleine groep beleggers via een buy-out van de beurs gehaald. Onderwaardering van de aandelen door de markt wordt in de financiële pers als één van de voornaamste redenen gegeven waarom bedrijven een public-to-private uitvoeren. De aankondiging van een public-to-private transactie gaat vaak gepaard met positieve buitengewone rendementen. Deze koersreacties doen vermoeden dat er waarde gecreëerd wordt. Wat is de bron van deze waardecreatie? In dit artikel wordt verslag gedaan van een empirisch onderzoek onder vijftien Nederlandse public-to-private transacties in de periode 1997 tot en met april 2005. Het onderzoek stelt vast dat er rondom de aankondiging van de public-to-private transacties gemiddelde cumulatieve buitengewone rendementen plaatsvinden van rond de 20%. De verklaring voor deze waardecreatie lijkt te liggen in de reductie van informatieasymmetrie tussen het management en de vermogensmarkt.

1 Inleiding

“Onderwaardering dunt effectenbeurs uit”¹, “Alle Microcaps de beurs af”² en “Slimme vossen eten de beurs leeg”³. Dit zijn slechts enkele krantenberichten uit de financiële pers over ondernemingen die de afgelopen jaren de beurs de rug toe hebben gekeerd. Zo werden recentelijk New Skies en Petroplus op deze wijze door investeringsmaatschappijen van de beurs gehaald.

Drs. P.M. Ham is cum laude afgestudeerd aan de Universiteit van Tilburg bij het departement Finance. Zij schreef haar scriptie over de public-to-private transactie in de context van informatieasymmetrie.

De aankondiging van een public-to-private transactie (P2P) gaat vaak gepaard met positieve koersreacties. In dit artikel wordt onderzocht of de bron van deze waardecreatie de reductie van informatieasymmetrie is. Informatieasymmetrie tussen de managers en de aandeelhouders kan leiden tot onderwaardering. Door verschillende variabelen te testen die op onderwaardering kunnen duiden, wordt getracht indirect bewijs te vinden voor de hypothese dat de waardecreatie deels veroorzaakt wordt door de reductie van informatieasymmetrie. Daartoe wordt in dit artikel een onderzoek uitgevoerd waarin 15 ondernemingen die een P2P ondergingen, worden vergeleken met een controlegroep. We willen onderzoeken of er significante verschillen bestaan tussen deze twee groepen en of dit onderscheid te verklaren is door de mate van informatieasymmetrie.

De verdere opbouw van dit artikel is als volgt: in paragraaf 2 wordt de P2P allereerst in een breed kader geplaatst, daarna zullen in paragraaf 3 twee verschillende wetenschappelijke verklaringen voor de P2P aan bod komen. Het eigenlijke onderzoek van dit artikel wordt in paragraaf 4 besproken. Tot slot wordt de conclusie in paragraaf 5 behandeld.

2 De public-to-private: nader beschouwd

Bij een P2P worden de aandelen van een onderneming via een buy-out van de beurs gehaald door een groep beleggers. Dit kan het management zijn, een investeringsmaatschappij, enkele grootaandeelhouders of een combinatie hiervan. In paragraaf 2.1 wordt de historie omtrent de P2P toegelicht en in paragraaf 2.2 worden de belangrijkste voor- en nadelen van een notering besproken.

2.1 De historie

De eerste P2P's vonden in de Verenigde Staten reeds plaats aan het einde van de jaren zeventig. Toen levensmiddelenconcern en tabaksfabrikant RJR

Nabisco in 1989 voor maar liefst 31,3 miljard dollar van de beurs werd gehaald, was de P2P in één keer bekend bij het grote publiek. In de tweede helft van de jaren negentig komt de P2P-markt in heel Europa sterk op, eerst in het Verenigd Koninkrijk en daarna ook -in mindere mate- in Continentaal Europa.

Verschillen in wetgeving en corporate governance kunnen gedeeltelijk een verklaring geven voor het feit dat het aantal P2P's in Continentaal Europa achterblijft ten opzichte van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. In de Angelsaksische landen staat marktwerking centraal, het aandelenbezit is wijdverspreid en er zijn veel beursgenoteerde ondernemingen. De aandeelhouders hebben relatief veel macht en houden toezicht op het bestuur. Continentaal Europa kent daarentegen sterk geregelde markten, geconcentreerd aandeelhoudersbezit en relatief weinig beursgenoteerde ondernemingen. Het toezicht door de aandeelhouders op het bestuur is in Continentaal Europa veel beperkter aangezien het bestuur allerlei beschermingsconstructies op kan werpen. Deze beschermingsconstructies zorgen er voor dat er alleen vriendelijke P2P's kunnen plaatsvinden, omdat de medewerking van het bestuur noodzakelijk is. In Continentaal Europa ontstaat er echter steeds meer belangstelling voor het Angelsaksische model en de beschermingsconstructies staan dan ook onder druk. Op 11 mei 2004 is nieuwe Europese overnamewetgeving, naar Angelsaksisch voorbeeld, in werking getreden. Hierdoor worden beursgenoteerde ondernemingen onder meer verplicht om openheid te verschaffen of ze wel of niet tegen overnames zijn beschermd en op welke wijze. Deze transparantie zal er mogelijk toe leiden dat de markt ondernemingen die niet zijn beschermd tegen overnames hoger zal waarderen dan beschermde ondernemingen. Daarmee zou een premie ontstaan op het afbreken van dergelijke beschermende constructies⁴.

Nederland heeft van oudsher geen goed imago vanwege de talloze beschermingsconstructies. Het corporate governance klimaat is echter ook in Nederland sterk aan het veranderen. Het Ministerie van Financiën gaat met een nieuw wetsvoorstel ter implementatie van de Europese overnamerichtlijn zelfs verder dan strikt noodzakelijk. Zij volgt hiermee het standpunt van de commissie Tabaksblat. De commissie Tabaksblat stelt dat beschermingsconstructies nuttig en aanvaardbaar kunnen zijn, mits zij een tijdelijk karakter hebben en niet worden aangewend om de positie van het zittende bestuur te beschermen. De macht van de aandeelhouders zal dus groter worden, waardoor Nederland meer op één lijn zal komen te liggen met de Angelsaksische landen. Hierdoor zal de

P2P in Nederland in de toekomst wellicht vaker voorkomen, aangezien er dan ook *vijandige* transacties plaats kunnen vinden.

2.2 De voor- en nadelen van een beursnotering

Een notering heeft een aantal voor- en nadelen. De meest in het oogspringende voordelen zijn: de mogelijkheid tot het genereren van extra middelen, een verhoogde liquiditeit en een betere naamsbekendheid. De jaarlijkse directe en indirecte kosten die met een beursnotering gepaard gaan, kunnen als voornaamste nadeel worden aangemerkt. In deze paragraaf zullen deze voor- en nadelen kort besproken worden.

Uit onderzoek van Eversheds (2003), een Brits advocatenkantoor, in samenwerking met de London Stock Exchange, blijkt dat 71% van de ondervraagde ondernemingen '*het genereren van extra middelen om te kunnen blijven groeien*' als voornaamste doelstelling ziet van een beursintroductie. Echter, in een situatie van onderwaardering is het aantrekken van nieuw kapitaal via de beurs niet interessant meer. Door de lage koers zal er immers sterke verwatering optreden bij de uitgifte van nieuwe aandelen.

Een ander voordeel van de beursnotering is de *liquiditeit*. Een aandeel van een beursgenoteerde onderneming is relatief eenvoudig van de hand te doen in vergelijking met een aandelenbelang in een private onderneming. Bovendien komt de markt tot een 'objectieve' waardering van het aandeel. Voor de kleine beursgenoteerde ondernemingen blijft de liquiditeit echter vaak een probleem, er wordt namelijk relatief weinig in deze aandelen gehandeld. De mate van objectieve waardering kan in deze gevallen dan ook in twijfel getrokken worden.

De *naamsbekendheid* is nog een ander voordeel van de notering, de onderneming krijgt meer publiciteit. Dit voordeel kan echter ook tot een nadeel verkeren; indien een onderneming gedurende langere tijd geconfronteerd wordt met een (te) lage beurskoers, zal dit een negatief effect op het imago van de onderneming hebben.

Uit onderzoek van Block (2004) blijkt dat *de kosten* van een beursnotering voor kleine ondernemingen de voornaamste reden is om een P2P uit te voeren. Een beursnotering gaat jaarlijks gepaard met aanzienlijke noterings-, advocaten- en accountantskosten om aan alle steeds strenger wordende noterings- en publicatieverplichtingen te kunnen voldoen. Naast deze directe kosten zijn ook de indirecte kosten die verbonden zijn aan een beursnotering, zoals de tijd die het management uittrekt voor *investor relations* en het verplicht prijs moeten geven van koersgevoelige informatie, relatief hoog voor kleine onderne-

mingen. Oftewel een beursnotering heeft een aantal voordelen, echter deze wegen niet te allen tijde op tegen de kosten.

3 Wetenschappelijke verklaringen

De aankondiging van een P2P gaat vaak gepaard met positieve koersreacties. Deze koersreacties doen vermoeden dat de P2P waarde creëert. Wat is de bron van deze waardecreatie? In deze paragraaf worden twee verschillende wetenschappelijke verklaringen voor de P2P besproken: de reductie van agencykosten (paragraaf 3.1) en de reductie van informatieasymmetrie (paragraaf 3.2).

3.1 De reductie van agencykosten

De scheiding tussen leiding en eigendom bij beursgenoteerde ondernemingen resulteert in agencykosten (Jensen en Meckling, 1976). Indien een manager niet tevens volledig eigenaar is, zal hij tot consumption-on-the-job geneigd zijn. Dit zijn uitgaven die alleen in het persoonlijke belang van de manager zijn en niet in het belang van de overige aandeelhouders. Deze uitgaven reduceren de waarde van de onderneming. De agencykosten stijgen naarmate het aandeelbelang van het management afneemt.

Volgens Jensen (1986) wordt de waardecreatie bij een P2P voor een groot gedeelte veroorzaakt door de reductie van agencyproblemen behorende bij de free cashflow. Jensen stelt dat P2P's met name in ondernemingen met een aanzienlijke free cashflow en lage groeiverwachtingen een middel kunnen zijn om de agencykosten te reduceren. Ondernemingen met lage groeiverwachtingen hebben relatief weinig mogelijkheden om de cashflow te herinvesteren in projecten met een positieve netto contante waarde. De combinatie van een lage groeiverwachting en een hoge free cashflow zal daarom leiden tot niet-waardetoevoegende activiteiten door het management, oftewel de agencykosten zijn in deze situatie waarschijnlijk hoog. De P2P zorgt ervoor dat de belangen van het management meer op één lijn komen te liggen met de belangen van de aandeelhouders. Uit onderzoek van Kaplan (1989) is gebleken dat het belang van het management na een buy-out toeneemt van 5,88% naar 22,63%.

Aangezien het management zelf niet altijd over voldoende financiële middelen zal beschikken om de buy-out te financieren, wordt bij de financiering van de transactie vaak gebruik gemaakt van vreemd vermogen. Hierdoor committeert het management zich om een substantieel deel van de toekomstige free cashflow uit te betalen aan de vreemd vermo-

genverschaffers. Deze belofte is geloofwaardiger dan de belofte om dividend uit te betalen aan de eigen vermogenverschaffers. Het management wordt door de interest- en aflossingsverplichtingen gemotiveerd om efficiënte beslissingen te nemen.

De free cashflow-hypothese (Jensen, 1986) suggereert dat de dreiging van een vijandige overname een belangrijke stimulans is voor de P2P. In een efficiënte vermogensmarkt zal een onderneming met hoge agencykosten namelijk een lage marktwaarde hebben, waardoor de kans om overgenomen te worden stijgt. Door de huidige beschermingsconstructies in Continentaal Europa is de dreiging van een vijandige overname echter beperkt. Aangezien de free cashflow-hypothese deels op deze gedachte stoelt, zal deze hypothese in Continentaal Europa wellicht minder snel opgaan. In dit artikel gaat onze belangstelling dan ook uit naar een andere verklaring voor de P2P: de informatieasymmetrie-hypothese.

3.2 De reductie van informatieasymmetrie

In deze subparagraaf wordt een andere verklaring besproken voor de waardecreatie die plaatsvindt bij de aankondiging van een P2P: de informatieasymmetrie-hypothese. In een *inefficiënte* markt kan informatieasymmetrie tussen het management en de markt leiden tot onderwaardering. In de ogen van het management is er sprake van onderwaardering, indien de aandelenprijs niet de werkelijke waarde van de onderneming weerspiegelt.

Managers beschikken over meer informatie dan beleggers. Als er sprake is van informatieasymmetrie weerspiegelt de prijs wellicht alle publieke informatie, maar niet de informatie die het management heeft met betrekking tot het toekomstige potentieel van de onderneming (Betzer e.a., 2005). Managers kennen niet alleen meer feiten, maar begrijpen ook beter wat deze feiten voor de onderneming betekenen (Myers en Majluf, 1984). Met name voor kleine ondernemingen kan het lastig zijn om deze informatie naar de markt te communiceren, omdat zij relatief weinig gevolgd worden door analisten en minder aandacht krijgen in de financiële pers. Door de relatief lage liquiditeit wordt de beschikbare informatie bovendien niet adequaat in de prijs tot uitdrukking gebracht (Betzer e.a., 2005). Als de aandelenprijs in de ogen van de managers niet de werkelijke waarde weerspiegelt, heeft het management een incentive om de onderneming van de beurs te halen tegen de relatief lage aandelenprijs. De verwachting is dan ook dat ondergewaardeerde ondernemingen eerder een P2P zullen uitvoeren dan andere ondernemingen.

Onderwaardering is een subjectief begrip en als

zodanig lastig te meten. In paragraaf 4 worden vier verschillende variabelen getest die in combinatie op onderwaardering duiden. De eerste twee variabelen hebben betrekking op de waardering door de markt; de price-earnings (PE) ratio en de Q-ratio. De PE-ratio wordt in deze context in verschillende onderzoeken (Kim en Lyn, 1991; Rao e.a. 1995; Betzer e.a., 2005) getest. De uitkomsten van deze onderzoeken zijn conform de verwachting; Kim en Lyn (1991) en Rao e.a. (1995) vinden beiden een significant negatieve relatie tussen de PE-ratio en de kans op een P2P. En Betzer e.a. (2005) constateren een significant negatieve relatie tussen de PE-ratio en het buitengewoon rendement. Een vergelijkbare maatstaf is de Q-ratio, deze ratio meet de verhouding tussen de markt- en vervangingswaarde en kan eveneens geïnterpreteerd worden als waarderingsmaatstaf. De Q-ratio wordt in de informatieasymmetrie context getest door Weir e.a. (2003) en Weir e.a. (2005). Ook zij vinden significant lagere Q-ratio's bij ondernemingen die een P2P uitvoeren, een bevinding consistent met de perceptie dat deze ondernemingen ondergewaardeerd zijn. Kim en Lyn (1991) en Rao e.a. (1995) testen de markt/boekwaarde ratio, deze ratio kan gezien worden als een benadering van de Q-ratio. Zij vinden eveneens een significant negatieve relatie tussen deze ratio en de kans op een P2P.

Aangezien een lage waardering door de markt niet per se op onderwaardering hoeft te duiden, zullen nog twee aanvullende variabelen getest worden; de liquiditeit van het aandeel en het aantal analisten dat een onderneming volgt. Deze twee variabelen kunnen eventuele marktinefficiënties aantonen. Indien de aandelen van een onderneming minder verhandeld worden en minder gevolgd worden door analisten dan de aandelen van een andere *vergelijkbare* onderneming, zal als gevolg van deze marktinefficiëntie niet alle publieke informatie over desbetreffende onderneming volledig in de koers tot uitdrukking gebracht kunnen worden. Een relatief lage waardering door de markt in combinatie met inefficiënties op de vermogensmarkt kan duiden op onderwaardering. Deze constatering zou daarmee indirect⁵ bewijs geven voor de hypothese dat de waardecreatie bij een P2P (gedeeltelijk) veroorzaakt wordt door de reductie van informatieasymmetrie.

4 Onderzoek onder Nederlandse public-to-private transacties

In deze paragraaf wordt een onderzoek uitgevoerd onder een groep Nederlandse ondernemingen die een P2P heeft uitgevoerd. Voordat naar verklaringen

gezocht kan worden voor de waardecreatie die plaatsvindt bij een P2P, zal deze waardecreatie eerst moeten worden vastgesteld. In paragraaf 4.1 wordt daarom bekeken of er positieve buitengewone rendementen optreden bij de aankondiging van de P2P transacties. In paragraaf 4.2 wordt dan onderzocht of de informatieasymmetrie-hypothese een verklaring kan geven voor deze waardecreatie.

In dit onderzoek worden alle Nederlandse ondernemingen die gedurende de periode 1997 tot en met april 2005 een P2P uitvoerden en een notering hadden aan Euronext Amsterdam vergeleken met een controlegroep. In totaal verlieten 15 ondernemingen in deze periode de beurs via een P2P. In tabel 1 zijn enkele gegevens betreffende de P2P ondernemingen opgenomen.

Tabel 1:
Grootte en jaartal delisting van de P2P-ondernemingen

Onderneming	Grootte* (mln.)	Jaartal delisting
Cindu International N.V.	38,3	1999
Breevast N.V.	290,4	1999
HIM Furness N.V.	133,2	2000
Kon. Ahrend N.V.	267,6	2001
Van Dorp Despec Groep N.V.	181,7	2001
Free Record Shop Holding N.V.	80,6	2002
Helvoet Holding N.V.	27,2	2002
AXA Stenman Industries N.V.	41,3	2003
Kon. Volker Wessels Stevin N.V.	974,2	2003
Vredestein N.V.	201,8	2003
Delft Instruments N.V.	191,2	2004
Vendex KBB N.V.	1.781,0	2004
Copaco N.V.	86,3	2004
New Skies Satellites N.V.	884,9	2005
Petroplus International N.V.	1.307,2	2005

* Weergegeven door de totale activa (in mln. euro) per einde boekjaar voorafgaand aan de aankondiging van de P2P-transactie.

(Bron: jaarverslagen en Compustat Global)

Per P2P onderneming zijn vervolgens op sector en grootte drie⁶ controle-ondernemingen geselecteerd. De totale controlegroep bestaat zodoende uit 45 ondernemingen. Deze ondernemingen hebben alle hun beursnotering behouden.

4.1 Positieve buitengewone rendementen bij aankondiging

Verschiedende wetenschappelijke studies tonen aan dat de aankondiging van een P2P gepaard gaat met positieve buitengewone rendementen. In deze para-

graaf wordt bekeken of de aankondigingen van de Nederlandse P2P's uit de periode 1997 - april 2005 eveneens leidden tot positieve buitengewone rendementen.

De aankondigingsdag [0] is de dag waarop de onderneming voor het eerst meldt dat het een P2P wil gaan uitvoeren. Voor de berekening van het buitengewone rendement is het werkelijke rendement verminderd met het verwachte rendement. Voor de berekening van het verwachte rendement is gebruik gemaakt van het marktmodel (Campbell e.a., 1997):

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{mt} + \hat{\epsilon}_{it}$$

De parameters $\hat{\alpha}_i$ en $\hat{\beta}_i$ van het marktmodel zijn voor alle 15 P2P ondernemingen geschat met behulp van de rendementen van het desbetreffende aandeel en het rendement van de markt over een periode van t-280 tot t-31 dagen⁷, waarbij t de aankondigingsdag is. Met behulp van deze parameters zijn de buitengewone rendementen berekend over verschillende event windows, variërend tussen t=-30 tot t=+30.

Indien er waardecreatie plaatsvindt bij een P2P transactie zal zich dit vertalen in positieve buitengewone rendementen bij de aankondiging. In tabel 2 worden de verschillende cumulatieve buitengewone rendementen weergegeven.

Tabel 2: Cumulatieve buitengewone rendementen (CAR)

Event window	Gemiddelde CAR	(t-waarde)	Mediaan CAR
[-30,-1]	3,69%	(1,19)	0,66%
[0,+1]	19,72%	(5,00)*	13,74%
[-1,+1]	19,98%	(4,82)*	14,86%
[-15,+15]	18,08%	(3,41)*	19,91%
[-30,+30]	22,25%	(4,00)*	24,39%

*Significant ($\alpha=0,01$)

De dagen vóór de aankondiging [-30,-1] laten een gemiddeld buitengewoon rendement zien van 3,69%, dit percentage is echter niet significant. Dit rendement kan het gevolg zijn van geruchten over een mogelijke P2P voor de eigenlijke aankondigingsdag [0]. De rendementen uit de overige periodes zijn sterk significant. Afhankelijk van de event window variëren de gemiddelde cumulatieve buitengewone rendementen van 18,08% tot 22,25%. Deze rendementen komen overeen met de resultaten uit andere studies. De medianen van de buitengewone rendementen vertonen een min of meer vergelijkbaar beeld, variërend van 13,74% tot 24,39%. In de volgende paragraaf

wordt getracht deze waardecreatie te verklaren met behulp van de informatieasymmetrie-hypothese.

4.2 De informatieasymmetrie-hypothese

In deze paragraaf wordt onderzocht of de informatieasymmetrie-hypothese een verklaring kan geven voor de waardecreatie die plaatsvindt bij een P2P. Dit wordt gedaan door de P2P-ondernemingen te vergelijken met de controlegroep. Van alle 15 P2P-ondernemingen en 45 controle-ondernemingen zijn de gegevens verzameld over de periode t-280 tot en met t-30, waarbij t de aankondigingsdag is. Dit wordt voor vier verschillende variabelen gedaan; (1) de PE-ratio, (2) de Q-ratio, (3) de liquiditeit en (4) het aantal analisten dat de onderneming volgt.

De Q-ratio wordt benaderd door de variabele 'price/boekwaarde per aandeel' en de liquiditeit met het aantal aandelen dat per dag verhandeld wordt. De gegevens voor de PE-ratio, de Q-ratio en de liquiditeit zijn afkomstig uit Datastream. De mate waarin analisten een bepaalde onderneming volgen wordt benaderd met het aantal EPS (earnings per share) voorspellingen per maand met een FPI (forecast period indicator) van één fiscaal jaar. Voor deze gegevens is gebruik gemaakt van de database I/B/E/S.

Bij alle vier de variabelen wordt getest of de gemiddelden van de P2P-ondernemingen significant lager zijn dan de gemiddelden van de controle-ondernemingen. De verwachting is immers dat P2P-ondernemingen lager gewaardeerd worden, de aandelen minder verhandeld worden en minder worden gevolgd door analisten dan vergelijkbare ondernemingen. Hiervoor wordt de P2P-waarneming 'gekoppeld' aan de controle-waarneming. In tabel 3 zijn de resultaten samengevat.

Tabel 3: Samenvatting van de resultaten van de variabelen

Variabele	Gemiddeld verschil (X_d)	T-waarde
1	-4,39	-13,54***
2	-1,27	-55,33***
3	-143,68	-11,76***
4	-0,86	-1,60*

* $\alpha = 0,10$, ** $\alpha = 0,05$ en *** $\alpha = 0,01$

De PE-ratio van de P2P-ondernemingen is gemiddeld lager dan de PE-ratio van de controlegroep met een significantieniveau van $\alpha = 0,01$. Deze constatering is conform de bevindingen van Kim en Lyn (1991), Rao e.a. (1995) en Betzer e.a. (2005). Ook de Q-ratio van P2P-ondernemingen is gemiddeld lager dan de Q-ratio van de controlegroep, eveneens met een significantieniveau van $\alpha = 0,01$. Deze constatering is

conform de bevindingen van Weir e.a. (2003), Weir e.a. (2005), Kim en Lyn (1991) en Rao e.a. (1995). Daarnaast blijken de aandelen van de P2P-ondernemingen gemiddeld minder liquide te zijn dan de aandelen van de controlegroep ($\alpha = 0,01$) en worden de P2P-ondernemingen gemiddeld minder gevolgd door analisten ($\alpha = 0,10$).

Samenvattend kan geconcludeerd worden dat de resultaten conform de verwachtingen zijn. Om dit met grotere zekerheid te kunnen stellen, wordt nog een robuustheidcheck uitgevoerd. Alhoewel méér waarnemingen doorgaans resulteren in betrouwbaardere resultaten, kunnen meer waarnemingen *per onderneming* ook resulteren in schijnbare betrouwbaarheid⁸. Als robuustheidcheck wordt daarom per onderneming het gemiddelde genomen van de 251 waarnemingen⁹, zodat er per onderneming slechts één getal wordt meegenomen in de berekening. De gemiddelde verschillen uit tabel 3 veranderen hierdoor niet, echter het significantieniveau wijzigt wel. In tabel 4 zijn de resultaten van deze robuustheidcheck weergegeven.

Tabel 4: Robuustheidcheck

Variabele	Gemiddeld verschil (X_d)	T-waarde
1	-4,39	-1,71*
2	-1,27	-5,31***
3	-143,68	-0,90
4	-0,86	-0,45

* $\alpha = 0,10$, ** $\alpha = 0,05$ en *** $\alpha = 0,01$

Het significantieniveau van de constatering dat P2P-ondernemingen gemiddeld een lagere PE-ratio hebben dan de controlegroep daalt bij de robuustheid check naar $\alpha = 0,10$. De Q-ratio van de P2P-ondernemingen blijft wel sterk significant lager dan de Q-ratio van de controle-ondernemingen ($\alpha = 0,01$). De laatste twee variabelen, die de liquiditeit en de mate waarin een onderneming door analisten gevolgd wordt testen, verliezen hun significantie bij de robuustheidcheck. Samenvattend, er kan met redelijke betrouwbaarheid geconcludeerd worden dat de P2P-ondernemingen gemiddeld lager gewaardeerd worden dan de ondernemingen die geen P2P uitvoeren. Deze twee variabelen (PE- en Q-ratio) zijn immers in beide analyses significant. Zoals echter eerder reeds is opgemerkt, is bij een relatief lage waardering niet per se sprake van onderwaardering. De andere twee variabelen (liquiditeit en aantal analisten) zijn in dit kader van belang om aan te kunnen tonen dat er sprake is van een inefficiënte vermogensmarkt. Het bewijs voor

deze variabelen is echter niet eenduidig, bij de eerste analyse waren beide variabelen nog significant, maar bij de robuustheidcheck verloren zij hun significantie. De resultaten van dit onderzoek wijzen daarom weliswaar in de richting van onderwaardering en de informatieasymmetrie-hypothese, maar dit kan niet onomstotelijk worden vastgesteld.

5 Samenvatting en conclusies

In dit artikel is onderzocht of de waarde die gecreëerd wordt bij de aankondiging van P2P-transacties, verklaard kan worden met de informatieasymmetrie-hypothese. Dit is gedaan door een onderzoek uit te voeren onder 15 Nederlandse P2P-ondernemingen en 45 controle-ondernemingen in de periode 1997- april 2005. De aankondiging van deze P2P's veroorzaakte significante buitengewone rendementen. Afhankelijk van de event window varieerden de gemiddelde cumulatieve buitengewone rendementen van 18,08% tot 22,25%. Deze rendementen komen overeen met resultaten uit eerdere studies.

Informatieasymmetrie kan leiden tot onderwaardering. Relatief lage waarderingen door de markt kunnen, indien er marktinefficiënties zijn, duiden op onderwaardering¹⁰. Verwacht werd dat P2P-ondernemingen vaker te maken hebben met onderwaardering dan de controlegroep. Om het verschil tussen de ondernemingen die een P2P ondergingen en de controlegroep te kunnen vaststellen, zijn vier variabelen getest. De vier variabelen testten respectievelijk de PE-ratio, Q-ratio, de liquiditeit en het aantal voorspellingen door analisten. De eerste twee variabelen testten de waardering door de markt en de laatste twee variabelen testten op eventuele marktinefficiënties. Er werd onderzocht of de waarnemingen van de P2P-ondernemingen gemiddeld significant lager zijn dan de waarnemingen van de controlegroep.

De resultaten zijn niet eenduidig. Bij een eerste analyse zijn alle variabelen significant en conform de verwachting. Deze resultaten duiden op onderwaardering en geven daarmee indirect bewijs voor de informatieasymmetrie-hypothese. Bij de robuustheidcheck zijn echter alleen de eerste twee variabelen (PE- en Q-ratio) significant. Op basis hiervan kan weliswaar worden geconcludeerd dat de P2P-ondernemingen gemiddeld lager gewaardeerd worden dan de controle-ondernemingen, echter een relatief lage waardering hoeft niet per se te duiden op onderwaardering. De laatste twee variabelen, die marktinefficiënties testen, zijn bij de robuustheidcheck niet significant. In deze tweede analyse is het bewijs voor de informatieasymmetrie-hypothese dan ook vrij mager.

Tot slot kan geconcludeerd worden dat de resultaten uit dit onderzoek de informatieasymmetrie-hypothese gedeeltelijk ondersteunen. Er kan echter niet onomstotelijk worden vastgesteld dat de bron van waardecreatie gelegen ligt in de reductie van de informatieasymmetrie. Wellicht dat een volgend onderzoek met een grotere dataset dit wel met zekerheid kan aantonen. Aangezien er in Nederland tot op heden relatief weinig P2P-transacties hebben plaatsgevonden, zijn er binnen Nederland echter weinig mogelijkheden om het onderzoek te vergroten. Een vergelijkbaar onderzoek onder public-to-privates in Continentaal Europa behoort wel tot de mogelijkheden. ■

Literatuur

- Betzer, A., C. Andres, en M. Hoffmann (2005), Going Private via LBO - Shareholder Gains in the European Markets, *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*. Zie <http://ssrn.com/abstract=497182>
- Block, S. B. (2004), The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study, in: *Journal of Applied Finance*, vol. 14, no. 1, pp. 36-44.
- Campbell, J.Y., A.W. Lo, en A.C. MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, New Jersey: Princeton University Press.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, en E. Rice, E. (1984), Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth, in: *Journal of Law and Economics*, vol. 27, nr. 2, pp. 367-401.
- Eddey, P.L., K.W. Lee, en S.L. Taylor (1996), What Motivates Going Private?: An Analysis of Australian Firms, in: *Accounting and Finance*, vol. 36, nr. 1, pp. 31-50.
- Eversheds (2003), Going Public 2, Publicatie van: *Eversheds in samenwerking met the London Stock Exchange*, 27 maart.
- Fama, E.F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: *Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383-417.
- Jensen, M. (1986), Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance and Take-overs, in: *American Review of Economics*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M.J. en W.H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Kaplan, S. (1989), The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 24, no. 2, pp. 217-254.
- Kieschnick Jr., R.L. (1998), Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions Revisited, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 25, nr. 1-2, pp. 187-202.
- Kim, W.S. en E.O. Lyn (1991), Going Private: Corporate Restructuring Under Information Asymmetry and Agency Problems, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 18, no. 5, pp. 637-648.
- Lehn, K. en A. Poulsen (1989), Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions, in: *Journal of Finance*, vol. 44, nr. 3, pp. 771-787.
- Meyers, S.C. en N.S. Majluf (1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 13, no. 2, pp. 187-221.
- Rao, S.M., M.S. Waters, en B. Payne (1995), Going private: a Financial

Profile, in: *Journal of Financial And Strategic Decisions*, vol. 8, no. 3, pp. 53-59.

- Schrijnemaekers, M. (2002), Van Publiek naar privaat eigendom, het publiek-naar-privaat-potentieel van beursgenoteerde ondernemingen, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 76^e jaargang, nr. 5, pp. 235-242.
- Weir, C., D. Laing, en M. Wright (2003), Going Private Transactions and the Market for Corporate Control (July 2003). Zie <http://ssrn.com/abstract=420901>
- Weir, C., D. Laing, en M. Wright (2005), Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, no. 5-6, pp. 909-943.

Noten

- 1 Het Financieel Dagblad, (2001), *Onderwaardering dunt effectenbeurs uit*, 11 januari.
- 2 Het Financieel Dagblad, (2002), *Alle Microcaps de beurs af*, 15 februari.
- 3 Het Financieel Dagblad, (2003), *Slimme vossen eten de beurs leeg*, 15 maart.
- 4 Reed Business Information B.V., (2003), *Verwaterde richtlijn ziet levenslicht*, 18 december.
- 5 We spreken van *indirect* bewijs aangezien niet rechtstreeks wordt getest of de reductie van informatieasymmetrie de bron van waardecreatie is. Getest wordt of er sprake is van onderwaardering en onderwaardering duidt op informatieasymmetrie.
- 6 Er zijn per P2P onderneming drie controle-ondernemingen geselecteerd om individuele uitschieters in de controle-waarnemingen te voorkomen.
- 7 De parameters zijn geschat over een periode van 250 dagen eindigend 30 dagen voor de aankondiging van de P2P om te voorkomen dat geruchten voorafgaande aan de aankondiging deze schatting zouden beïnvloeden.
- 7 Van elke onderneming worden per variabele in principe 251 waarnemingen (t-280 tot en met t-30) meegenomen in de berekeningen. Dit levert maar liefst $15 \times 251 = 3.765$ waarnemingen per variabele op, terwijl dit slechts 15 P2P-ondernemingen betreft. Daarom spreken we van *schijnbare* betrouwbaarheid.
- 9 Dit betreffen de waarnemingen t-280 tot en met t-30.
- 10 Lage waarden zijn relatief eenvoudig vast te stellen door bijvoorbeeld de PE-ratio of de Q-ratio. Onderwaardering daarentegen is een subjectief begrip en als zodanig lastig te meten. Een lage waardering kan terecht of onterecht (= onderwaardering) zijn.