Financiële leverage en bedrijfsbeleid

Ervaringen na een management buy-out

Hans Bruining, Marcel Bonnet en Arthur Herst

SAMENVATTING De management buy-out is in Nederland uitgegroeid tot een populair instrument voor strategische heroriëntatie en herstructurering van bedrijven. Na zo'n directie-uitkoop plegen bedrijven beter te presteren dan ervoor en ook beter dan andere bedrijven in de bedrijfstak. Hiervoor zijn in de literatuur diverse verklaringen aangedragen. Inzichten op het gebied van financieel management, interne organisatie en management control combinerend, richt dit artikel zich op één van deze verklaringen: de effecten van een toegenomen financiële leverage op het bedrijfsbeleid. Empirisch onderzoek heeft anno 2003 namelijk nog geen eenduidig antwoord gegeven op de vraag of een toename van financiële leverage een plaag of juist een zegen is voor het formuleren van het bedrijfsbeleid na de uitkoop. De conclusie van ons onderzoek is dat de toegenomen leverage overwegend positieve effecten heeft op dit bedrijfsbeleid. Tijdens het onderzoek kwam tevens interessante informatie over de rol van participatiemaatschappijen aan het licht.

Dr. J. Bruining en Drs. M.P.B. Bonnet zijn als universitair hoofddocent werkzaam aan de Faculteit Economische Wetenschappen van de Erasmus Universiteit Rotterdam, respectievelijk bij de capaciteitsgroep Marketing & Organization, sectie Organisatie en de capaciteitsgroep Accounting & Finance, sectie Financial & Management Accounting.

Prof. Dr. A.C.C. Herst is als hoogleraar Financiering en Belegging werkzaam bij de Faculteit Managementwetenschappen van de Open Universiteit Nederland. Hij is lid van de kernredactie van het MAB.

De auteurs danken Drs. L. Braam voor zijn medewerking aan het onderzoek.

1 Inleiding

In ten minste één opzicht doet de wetenschap denken aan het universum: beide hebben immers de neiging om zich steeds verder uit te breiden. Hierdoor komen de individuele expertisegebieden respectievelijk planeten verder en verder van elkaar te liggen. Wetenschappers die de handen vol hebben aan hun eigen expertisegebied zijn nauwelijks in de gelegenheid om kennis te nemen van de gedachtevorming op andere gebieden. Wij betreuren deze ontwikkeling, want de samenwerking met wetenschappers van andere expertisegebieden kan interessante inzichten opleveren. Met dit artikel willen wij het gedachtegoed van een drietal expertisegebieden combineren: financieel management, interne organisatie en management control. Bij deze combinatie concentreren we ons op de management buy-out.

In sommige Europese landen, waaronder Nederland, is de management buy-out uitgegroeid tot een populair instrument voor strategische heroriëntatie, financiële herstructurering en verzelfstandiging van bedrijven respectievelijk bedrijfsonderdelen (Bonnet, Bruining en Herst, 1991, pp. 11-12). Een *management buy-out* (MBO) omschrijven wij als een transactie waarbij huidige directieleden, gelet op hun privé-vermogen, ieder een substantieel belang in een bedrijf of een onderdeel hiervan verwerven, waarna zij (dit onderdeel van) dat bedrijf veelal met steun van onder meer participatiemaatschappijen en banken voortzetten (Bruining, 1992, p. 17; Herst, 1990, p. 11). Hoe groter het belang dat huidige managers na de uitkoop verkrijgen, hoe meer invloed zij kunnen uitoefenen en hoe meer gemeenschappelijke belangen zij delen met de externe aandeelhouders.

Een criterium om het totale MBO-veld op te splitsen is de financieringswijze van de uitkoop, meer in het bijzonder of hierbij weinig dan wel veel vreemd ver-

mogen is aangewend. Als aanzienlijke hoeveelheden vreemd vermogen zijn aangewend om een uitkoop te financieren, kan de financiële leverage van het bedrijf(sonderdeel) toenemen ten opzichte van de situatie vóór de MBO. De MBO wordt dan een leveraged MBO genoemd. In het navolgende zullen wij een 'Leveraged MBO' aanduiden met de afkorting LMBO. Een bedrijf(sonderdeel) dat wordt uitgekocht zonder dat aanzienlijke hoeveelheden vreemd vermogen worden aangewend, zullen wij in het vervolg aanduiden met de term niet-LMBO.

In dit artikel willen we de vraag beantwoorden of een toename van de financiële leverage na een MBO positieve dan wel negatieve effecten heeft op het bedrijfsbeleid van het door directieleden uitgekochte bedrijf(sonderdeel). In de literatuur hebben verschillende auteurs deze vraag op uiteenlopende wijzen beantwoord. Teneinde de gestelde vraag te beantwoorden, formuleren en toetsen we een aantal hypothesen, die samenhangen met eerder op dit gebied uitgevoerd onderzoek dat wij in paragraaf 2 zullen samenvatten.

Bedrijfsbeleid definiëren wij als het complex van managementbeslissingen gericht op de toename van de marktwaaarde van het bedrijf, teneinde een maximale aandeelhouderwaarde ('shareholder value') te creëren. Ons onderzoek beperkt zich echter tot enige aan de financiële leverage gekoppelde typen van maatregelen die een ondernemer in dit kader kan nemen. *Financiële leverage* heeft betrekking op de verhouding tussen het eigen vermogen en het totale vermogen. Aan het begin van paragraaf 3 zullen wij een praktisch toepasbare definitie van dit begrip geven.

Overigens bestaan er, internationaal gezien, verschillen in de mate waarin financiële leverage wordt toegepast bij het verwezenlijken van MBO's. Thompson en Wright (1991) betogen dat een doorsnee management buy-out team in het Verenigd Koninkrijk (VK) gewoonlijk 10-15% van de uitkoopprijs betaalt (en daarvoor 50-80% van het aandelenkapitaal verwerft). Het resterende bedrag van de uitkoopprijs wordt door externe vermogensverschaffers bijeengebracht. Thompson en Wright concluderen op basis van hun onderzoek dat MBO's een verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen plegen te kennen van 6:1. Voor de Verenigde Staten (VS) definiëren Fox en Marcus (1992, p. 63) een LMBO als een uitkooptransactie die wordt gefinancierd met circa 15% eigen vermogen en 85% vreemd vermogen. Eveneens voor de

VS rapporteert Kaplan (1989) ongeveer dezelfde verhouding: 12,2% eigen vermogen tegenover 87,8% vreemd vermogen, gemeten direct na de transactie. Voor ons land liggen deze percentages niet zo extreem. In de eerste plaats vanwege de regeling van kapitaalbescherming (artikel 207e Boek 2 BW). Deze bevat voor de financiering van de MBO voorschriften met betrekking tot het aanhouden van een minimumniveau aan niet-uitkeerbare reserves met als doel de belangen van de aandeelhouders en de vreemd-vermogensverschaffers te beschermen. Ten tweede: de meeste Nederlandse MBO's vinden hun oorsprong meer in operationele dan in financiële motieven; ondernemerschap is voor Nederlandse managers doorgaans een belangrijker drijfveer om voor een MBO te kiezen dan persoonlijke rijkdom. Een derde verschil is dat de activiteiten van Nederlandse MBO-bedrijven niet zo sterk zijn gespreid over verschillende branches als die van hun tegenhangers in de VS en in het VK.

Gezien deze verschillen lijkt het interessant om te onderzoeken of een toename van de financiële leverage hier te lande dezelfde effecten heeft op het bedrijfsbeleid van uitgekochte bedrijven of bedrijfsonderdelen als blijkt uit onderzoeken in de VS (Gibbs, 1993; Johnson, 1997; Muscarella en Vetsuypens, 1990; Ofek, 1993; Palepu, 1990) en in het VK (Ennew en Binks, 1994; Thompson en Wright, 1991).

De structuur van ons artikel is als volgt: allereerst geven wij in paragraaf 2 een overzicht van de literatuur met betrekking tot onderzoeken gedaan naar de relatie tussen financiële leverage en bedrijfsbeleid. Hieruit leiden wij een theoretisch kader af dat richtinggevend is voor de in ons onderzoek te beantwoorden vraag. Een praktisch toepasbare definitie van financiële leverage geven wij in paragraaf 3; tevens bespreken wij in deze paragraaf de gebruikte data en de gehanteerde methodologie. In paragraaf 4 presenteren wij de bevindingen van ons onderzoek. Tot slot volgen in paragraaf 5 onze belangrijkste conclusies.

2 Literatuur

In deze paragraaf gaan we na welke inzichten onderzoek, verricht bij uitgekochte bedrijven of onderdelen hiervan, oplevert in de positieve of negatieve effecten van financiële leverage op het bedrijfsbeleid. Tevens formuleren wij aan de hand van dit onderzoek hypothesen om de effecten van een eventuele verandering van de financiële leverage op het bedrijfsbeleid van hier te lande uitgekochte bedrijven of bedrijfsonderdelen te bestuderen.

Volgens Jensen bijvoorbeeld, dwingt een toegenomen financiële leverage het management om na de LMBO waardeoptimaliserende beslissingen te nemen; dit geldt met name voor bedrijven met hoge cash flows en lage groeiverwachtingen, en tevens voor bedrijven die tot schaalverkleining moeten overgaan (Jensen, 1986, p. 324, en 1989, pp. 65-67). Echter, volgens Rappaport leidt de toegenomen schuldenlast tot onvoldoende vrije cash flows. Dit heeft negatieve effecten op de flexibiliteit van het bedrijf, onder andere tot uiting komend in het minder gemakkelijk kunnen inspelen op nieuwe kansen. Bovendien zouden de beperkte financiële reserves de concurrentiepositie van de bedrijven negatief beïnvloeden (Rappaport, 1990, p. 31). Kok en Van der Meijden (1991) benadrukken de belangrijke rol van de banken die vreemd vermogen verstrekken ter financiering van een gedeelte van de uitkoopprijs, met name in situaties waarin deze prijs relatief hoog is in vergelijking tot de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde. De onderneming in kwestie heeft dan een hoge schuldenlast met daaraan verbonden hoge interest- en aflossingsverplichtingen; er is sprake van een LMBO. De cash flows moeten dan worden aangewend om de hoge schulden af te lossen en kunnen derhalve niet worden gebruikt voor de bedrijfsvoering. Dit kan, stellen zij, de (strategische) ontwikkeling in ernstige mate belemmeren. Zij betogen dat het investeringsniveau in de jaren na de uitkoop (te) laag zal worden, waardoor de concurrentiepositie kan verslechteren en de continuïteit op langere termijn wordt bedreigd. Maar er speelt meer: zoals hierboven reeds werd opgemerkt gaan LMBO's gepaard met een hoge schuldenlast. Om deze schuldenlast af te lossen zien bedrijven zich volgens Reich genoodzaakt hun uitgaven voor investeringen plus R&D te beperken of zelfs stop te zetten, hetgeen op de lange termijn hun efficiëntie en hun concurrentiepositie negatief kan beïnvloeden (Reich, 1989, p. 3). Ook Thompson en Wright (1987) wijzen op het risico dat de levensvatbaarheid van MBO's in gevaar kan komen indien bij de uitkoop sprake is van een abnormale verhouding tussen eigen en vreemd vermogen (zie de lijst met hypothesen aan het einde van deze paragraaf: hypothese 4).

In de hiervoor weergegeven gedachtegang van Kok en Van der Meijden zou de aandacht van het management vooral zijn gericht op economische prestaties op korte termijn (zie hypothese 1). Bull (1988) levert hier empirisch bewijs voor: in de beginfase van een LMBO blijkt betaling van interest en aflossing de belangrijkste graadmeter te zijn voor succes. Zijn

onderzoek naar de financiële prestaties voor en na de LMBO van vijftig bedrijven in de VS laat zien dat het management na de LMBO de aandacht met name richt op het verbeteren van het financieel resultaat, variërende van verminderen van de variabiliteit van de winsten tot aan het maximaliseren van de cash flows (hypothese 2). De door Bull geconstateerde toename van de 'return on equity' is te danken aan de toename in de financiële leverage. Zijn vergelijking van ratio's als 'Earnings Before Interest and Taxes / beginning assets', 'sales / beginning assets' en 'operating profit / sales' voor en na de LMBO wijst op sterke verbeteringen in efficiëntie en winstgevendheid. Hoewel andere onderzoeken (door onder meer Easterwood, Seth en Singer, 1989; Smith, 1990; Green en Berry, 1991) niet expliciet een verband leggen met financiële leverage, kan worden vastgesteld dat kostenbeheersing plus nauwgezet werkkapitaalbeheer speerpunten zijn van het direct na de MBO gevoerde beleid.

Malone (1989) heeft zesenvijftig kleinere, door middel van LMBO's uitgekochte, bedrijven in de VS onderzocht met uitkoopprijzen onder de \$ 50 miljoen en aflossing van het vreemd vermogen binnen vijf tot twaalf jaar. Teneinde hun schuldenlast het hoofd te bieden, gaan deze bedrijven er niet toe over om hun activa te verkopen en veel van hun personeel te ontslaan (hypothese 3). Wel richten zij zich op het beheersen van kosten via strakkere investeringsselectie (hypothese 4) en op het vergroten van opbrengsten via omzetting en via product- en marktontwikkeling.

Ten aanzien van hypothese 5 kan het volgende worden opgemerkt. Hatherly et al. (1994) achten de aard van de samenwerkingsrelatie tussen buy-out managers en participatiemaatschappijen zeer belangrijk voor het toezicht dat de externe vermogensverschaffers houden op het bedrijfsbeleid na de LMBO. Het spreekt voor zich dat hoe beter deze samenwerkingsrelatie is, hoe effectiever het bedoelde toezicht kan zijn.

Citron et al. (1999) zien vooral voor banken een taak weggelegd bij het houden van toezicht conform een overeenkomst waarin zaken zijn geregeld als maandelijkse financiële rapportage alsmede het verschaffen van inzicht in financiële ratio's, zoals het rentebeslag op cash flows, in dividendverplichtingen, in investeringsuitgaven en in eventuele verkoop van activa.

Sahlmann (1990) constateert bij participatiemaatschappijen die zijn gespecialiseerd in LMBO's vooral een voorkeur om via een zetel in de directie invloed uit te oefenen op het bedrijfsbeleid.

Amason, Sapienza en Manigart (1994), evenals Sapienza

en Gupta (1994) tonen in hun studies aan dat de bemoeienis van de participatiemaatschappij toeneemt als het bedrijf problemen ervaart. Dit is vaker het geval bij riskante uitkooptransacties waarin veel financiële leverage is toegepast of bij bedrijven waarvan het management onervaren is of indien sprake is van een hoogwaardige technologische innovatie.

Wij formuleerden hypothese 5 omdat de literatuur zich niet duidelijk uitspreekt over de kwestie of een hoge mate van financiële leverage automatisch resulteert in een verscherpt toezicht door de externe vermogensverschaffers. Enerzijds ligt de noodzaak voor intensief toezicht op MBO-managers niet voor de hand, immers, zij kennen het bedrijf en de markt waarin zij opereren, anderzijds kan toezicht na de uitkoop de druk verhogen om in te spelen op groeikansen.

Op grond van de zojuist samengevatte onderzoeken hebben wij een aantal hypotheses geformuleerd. De eerste vier hypotheses betreffen het gedrag van de nieuwe eigenaren van de uitgekochte bedrijven, terwijl de vijfde hypothese betrekking heeft op de externe vermogensverschaffers van die bedrijven.

Hypotheses:

- 1 De nieuwe eigenaren van de LMBO-bedrijven besteden grotere aandacht aan prestaties op korte termijn dan de nieuwe eigenaren van de niet-LMBO-bedrijven.
- 2 De nieuwe eigenaren van de LMBO-bedrijven vergroten in meerdere mate dan de nieuwe eigenaren van de niet-LMBO-bedrijven hun cash flows door onder meer een striktere beheersing van de uitgaven, intensiever gebruik van de productiecapaciteit en uitbesteding.
- 3 De nieuwe eigenaren van de LMBO-bedrijven vergroten niet in meerdere mate dan de nieuwe eigenaren van de niet-LMBO-bedrijven de liquiditeit van hun bedrijven door maatregelen als het rationaliseren van de productiecapaciteit, het verkopen van overtollige activa, en dergelijke.
- 4 De nieuwe eigenaren van de LMBO-bedrijven beperken in meerdere mate dan de nieuwe eigenaren van de niet-LMBO-bedrijven de groei van hun bedrijven door het reduceren van hun investeringen en acquisities.
- 5 De banken, participatiemaatschappijen, particuliere beleggers en andere externe vermogensverschaffers van LMBO-bedrijven houden méér toezicht op het gevoerde bedrijfsbeleid dan de externe vermogensverschaffers van de niet-LMBO-bedrijven.

3 Data en methodologie

Om redenen van praktische toepasbaarheid hanteren we de volgende definitie van financiële leverage: een

met behulp van financiële leverage uitgekocht bedrijf (sonderdeel) heeft een verhouding eigen vermogen staat tot totaal vermogen dat meer dan 15 procentpunten lager is dan de verhouding eigen vermogen staat tot totaal vermogen in de bedrijfstak. Met behulp van dit 15%-criterium karakteriseren wij een MBO dus als een LMBO of als een niet-LMBO.

De verhouding eigen vermogen staat tot totaal vermogen is complementair aan de welbekende 'debt ratio': de verhouding tussen vreemd vermogen en totaal vermogen (Reilly en Brown, 2000, pp. 407-408). De verhouding tussen het eigen vermogen en het totaal vermogen zullen wij aanduiden met de term solvabiliteitsratio. Deze ratio geeft aan of een bedrijf op langere termijn in staat is aan zijn verplichtingen te voldoen. In dit artikel dient de solvabiliteitsratio in de bedrijfstak als norm, een benadering die ook wel gevolgd wordt door menige bank en participatiemaatschappij (zie bijvoorbeeld de Nationale Investeringsbank, 1990). Als deze financiële instellingen leningen aan bedrijven verstrekken, kunnen zij van de leners verlangen dat binnen een periode van twee tot vier jaar een aanvulling van het eigen vermogen plaatsvindt om de solvabiliteitsratio in overeenstemming te brengen met het gemiddeld niveau in de bedrijfstak.

Eind jaren negentig hebben wij een vragenlijst toegestuurd aan tweehonderd bedrijven die in de periode van 1989 tot 1993 een MBO realiseerden¹. Van tweeënvijftig bedrijven kregen wij bruikbare vragenlijsten terug: een response van ongeveer 25%. Om enig zicht te krijgen op de solvabiliteitsratio vóór en ná de uitkooptransactie, vroegen wij de managers informatie te verstrekken over de ontwikkeling van deze ratio vanaf twee jaar voorafgaand aan de transactie tot en met vijf jaar daarna. Uit de gegevens vormden we twee deelgroepen. Een deelgroep bestaand uit achtentwintig LMBO-bedrijven, waarvan op het moment van de uitkoop de solvabiliteitsratio's ten minste 15% lager waren dan de gemiddelde solvabiliteitsratio in de bedrijfstak, en een deelgroep van vierentwintig niet-LMBO-bedrijven. De solvabiliteitsratio's van deze niet-LMBO-bedrijven kwamen meer overeen met de gemiddelde solvabiliteitsratio in de bedrijfstak. Met behulp van de Wilcoxon Sum W test toonden we de juistheid aan van de splitsing van de totale groep van MBO-bedrijven in de twee deelgroepen. Tijdens de twee jaar voorafgaand aan de uitkooptransactie bestaan er geen significante verschillen tussen de solvabiliteitsratio's van de bedrijven binnen de beide deelgroepen; dit in tegenstelling tot de periode na de transactie. Deze significante verschillen verdwijnen in het vierde en vijfde jaar na de

uitkoop, omdat de managementteams van de LMBO-bedrijven tegen die tijd kans hebben gezien om hun schulden te reduceren tot een niveau dat meer in overeenstemming is met dat van de bedrijfstak.

Tevens maakten we een andere indeling, namelijk door participatiemaatschappijen gefinancierde MBO's (n=23) en niet door participatiemaatschappijen gefinancierde MBO's (n=29). De verhouding tussen 'leveraged' en 'niet-leveraged' in de door participatiemaatschappijen gefinancierde MBO's was ongeveer fifty-fifty.

Met behulp van de Wilcoxon-Mann-Whitney Test, een non-parametrische statistische test, berekenden wij de p-waarden voor het associatieve verband tussen financiële leverage en bedrijfsbeleid. Als nulhypothese formuleerden we dat beslissingen op het terrein van het bedrijfsbeleid onafhankelijk zijn van de hoogte van de financiële leverage.

4 Bevindingen

Met name in het jaar van de uitkoop vertonen de LMBO-bedrijven een substantieel lagere solvabiliteitsratio dan de niet-LMBO-bedrijven en dan de betrokken branche. De nieuwe eigenaren van de LMBO-bedrijven weten deze negatieve verschillen echter in ongeveer vijf jaar weg te werken: zie figuur 1.

Met betrekking tot de vijf hypothesen vonden we de volgende resultaten:

- 1 Na de uitkoop is het managementteam (mede-)eigenaar geworden van het bedrijf of bedrijfsonderdeel. Wij constateerden dat de meerderheid (variërend tussen 60 en 75%) van de buy-out managers in onze steekproef meer nadruk legt op kortetermijnprestaties, of het nu gaat om managers van LMBO-bedrijven of om managers van niet-LMBO-bedrijven². Met andere woorden: de nulhypothese kan hier worden geaccepteerd.

Splitsing van de onderzoekspopulatie in bedrijven met en bedrijven zonder deelname van participatiemaatschappijen liet interessante resultaten zien. Managers van gedeeltelijk door participatiemaatschappijen gefinancierde buy-outs verlangen hogere prestaties ($p=.06$), leggen vaak meer nadruk op kostenbeheersing ($p=.03$), hebben meer aandacht voor prestatieontwikkeling ($p=.02$) en melden snellere besluitvorming ($p=.02$) plus een effectiever bedrijfsbeleid ($p=.02$). Mogelijk vormt de deelname van participatiemaatschappijen hierbij een belangrijke factor. Dit ligt in lijn met het onderzoek van Bruining en

Figuur 1. Ontwikkeling van de solvabiliteit van LMBO-bedrijven en niet-LMBO-bedrijven vergeleken met hun branches

Wright (2002) dat de rol belicht die participatiemaatschappijen kunnen spelen om de oriëntatie op het ondernemen van de bedrijfsleiding te versterken. De beide auteurs identificeren de activiteiten die participatiemaatschappijen ontplooiën om waardecreatie in de betrokken bedrijven te stimuleren.

- 2 Vervolgens gaan wij nader in op onze onderzoekresultaten op cash flow-gebied. Wij verzochten de buy-out managers om op een schaal van 1 (onbelangrijk) tot 5 (zeer belangrijk) aan te geven welke maatregelen de toename van cash flows veroorzaken. De resultaten zijn weergegeven in tabel 1, zie p. 466.

Met betrekking tot de eerste maatregel (strikttere beheersing van uitgaven) vroegen wij de buy-out managers welke acties zij hadden ondernomen. In antwoord hierop maakten zij melding van het terugdringen van overheadkosten. In de LMBO-bedrijven in ons onderzoek kwam dit vaker voor dan bij de niet-LMBO-bedrijven. Daarentegen werd zelden gebruikgemaakt van het verlagen van salarissen, R&D- en marketinguitgaven. Ook hebben we de vraag gesteld of de buy-out managers hebben gestreefd naar het vergroten van de flexibiliteit en het koppelen van salarissen aan prestaties. Ongeveer 40% van de managers antwoordde dat zij maatregelen hebben genomen om de flexibiliteit van de arbeid te vergroten of een prestatieafhankelijke beloning in te voeren. Ook uit onderzoek van Bonnet en Bruining (2002) naar veranderingen in 'management control' na de

Tabel 1. Maatregelen bedoeld ter vergroting van de cash flows

	percentages				
	onbelangrijk		zeer belangrijk		
	1	2	3	4	5
Striktere beheersing van uitgaven	6,4	2,1	19,2	40,4	31,9
Efficiëntieverbetering d.m.v. investeren	11,9	11,9	26,2	40,5	9,5
Vergroting van de arbeidsproductiviteit	2,2	8,7	34,8	41,3	13,0
Intensiever gebruik van de productiecapaciteit	10,3	12,8	23,1	51,2	2,6
Uitbesteden van ondersteunende activiteiten	28,2	25,6	23,1	20,5	2,6
Uitbesteden van productieactiviteiten	32,4	24,3	18,9	16,3	8,1
Samenwerking bij R&D, inkoop, verkoop	21,7	27,0	21,6	24,3	5,4
Vergroting van marges/toegevoegde waarden	9,5	9,6	26,2	47,6	7,1

uitkoop blijkt onder andere dat financieel-administratieve controlsystemen belangrijker zijn geworden. Met name de diagnostische controlsystemen zoals budgetten, prestatie-indicatoren en dergelijke worden serieuzer genomen.

Tabel 1 toont onze bevindingen voor de totale onderzoekspopulatie. Tevens hebben wij onderzocht of en in hoeverre buy-out managers van LMBO-bedrijven van mening verschillen met buy-out managers van niet-LMBO-bedrijven over het belang van de maatregelen opgesomd in tabel 1. De eerstgenoemde managers blijken een significant groter belang te hechten aan maatregelen die betrekking hebben op een intensiever gebruik van de productiecapaciteit ($p=.03$) en van het uitbesteden van ondersteunende activiteiten ($p=.04$). Tevens gaan deze managers in 'make-or-buy'-situaties vaker ($p=.06$) over tot uitbesteding van productieactiviteiten.

Vergelijken we MBO-bedrijven met en zonder deelname door participatiemaatschappijen, dan blijkt dat na de uitkoop de eerste groep bedrijven systematisch een hoger niveau van cash flows handhaaft dan de groep bedrijven zonder deelname door participatiemaatschappijen. Ook blijkt dat, gedurende vijf opeenvolgende jaren na de uitkoop, MBO-bedrijven

met deelname door participatiemaatschappijen een hoger niveau van werkkapitaal hebben dan MBO-bedrijven zonder deelname door dergelijke maatschappijen. De p-waarden zijn redelijk sterk voor elk van deze vijf jaren: zij variëren tussen .07 en .005. Mogelijk worden de extra uitgaven ten behoeve van het grotere werkkapitaal gerechtvaardigd door het hogere winstniveau bij de bedrijven waarin wordt deelgenomen door participatiemaatschappijen.

3 Om de liquiditeit van het bedrijf te vergroten, zijn in de ogen van de betrokken managers twee factoren van belang: ontslaan van personeel en rationaliseren van inefficiënte activiteiten. Bijna de helft van het aantal managers werkzaam bij de bedrijven die aan ons onderzoek deelnamen, meldt ontslag van personeel en 52% stak energie in de bedoelde rationalisering. Onze statistische toets laat geen significant verschil zien tussen de LMBO-bedrijven en de niet-LMBO-bedrijven. Hoewel statistisch niet significant, nemen managers van LMBO-bedrijven vaker radicale maatregelen om de liquiditeit te verbeteren. Zo stoten zij niet-winstgevende activiteiten en/of productielijnen met de bijbehorende activa af ($p=.09$).

4 Van het reduceren van investeringen is in ons onderzoek niets gebleken; acquisities blijken nauwelijks een rol te spelen. Ter toelichting zullen wij deze beide bevindingen plaatsen in het bredere kader van de vergroting van de omzetten. Na de MBO zien de meeste bedrijven namelijk kans om de omzet te ver-

Tabel 2. Maatregelen bedoeld ter vergroting van de omzet

	percentages				
	onbelangrijk		zeer belangrijk		
	1	2	3	4	5
Extra marketing- en verkoopinspanningen	0,0	5,1	28,2	48,8	17,9
Aanboren van nieuwe afnemersgroepen	7,7	2,6	25,6	48,7	15,4
Uitbreiden van het huidige assortiment	10,5	15,8	21,1	34,2	18,4
Geografische expansie (ook internationaal)	32,4	10,8	18,9	27,1	10,8
Acquisitie van gerelateerde bedrijven	71,4	14,3	2,9	8,6	2,8
Acquisitie van niet-gerelateerde bedrijven	85,3	5,9	2,9	0,0	5,9

groten. Om inzicht te krijgen in de oorzaken van deze positieve ontwikkeling vroegen wij de managers om, uitgaande van een schaal van 1 (onbelangrijk) tot 5 (zeer belangrijk) aan te geven welke maatregelen zij hiertoe hebben getroffen. De resultaten hiervan zijn samengevat in tabel 2.

In volgorde van belangrijkheid blijkt het te gaan om de volgende maatregelen: een groter marktaandeel door extra marketing- en verkoopinspanningen, het aanboren van nieuwe afnemersgroepen en het uitbreiden van het huidige assortiment met nieuwe of andere producten. De LMBO-bedrijven realiseerden vaker een groter marktaandeel door marketing- en verkoopinspanningen dan de niet-LMBO-bedrijven ($p=.04$). De overige maatregelen scoorden alle lager, wat aangeeft dat ze kennelijk niet bijzonder belangrijk zijn voor het verklaren van de toename van de omzet na de uitkoop.

Wij vonden geen aanwijzingen dat de managers van de deelnemende LMBO-bedrijven hun investeringen in marketing alsmede in R&D sterker reduceerden dan de managers van de niet-LMBO-bedrijven. Integendeel: meer dan 90% van beide groepen bedrijven beperkten hun marketing- en R&D-uitgaven niet. Wel laten beide groepen van bedrijven één jaar voor de MBO een afname van de investeringen zien, maar gedurende de eerste vijf jaar na de uitkooptransactie nemen de investeringen bij alle bedrijven toe. Kijken we naar de aard van de investeringen dan zien we dat de eerste twee jaar na de transactie in ongeveer 75% van de bedrijven zowel vervangingsinvesteringen als investeringen gericht op modernisering plaatsvinden. In de jaren daarna (vanaf het tweede en derde jaar na de uitkoop) richt 34% van de onderzochte bedrijven zich in meerdere mate op het doen van uitbreidingsinvesteringen. Deze investeringen nemen met zo'n 25% toe, welke toename zich in het vierde en vijfde jaar stabiliseert.

Getuige tabel 2 is vergroting van de omzet door middel van acquisities van gerelateerde en van niet-gerelateerde bedrijven een onbelangrijke factor. Het bevestigt onze mening dat omzetgroei van binnen uit wordt verkregen en niet via acquisities. Met andere woorden, blijkt het vorengaande slaagden beide groepen van MBO-bedrijven erin om autonoom te groeien en niet door middel van acquisities. Deze constatering bevestigt het reorganisatiemotief en het motief van efficiëntieverbetering als verklaringen voor de toegenomen economische prestaties na de MBO (zie ook Bruining, 1992). Op grond van ons onderzoek kunnen we de opvattingen, dat de toegenomen

schuldenlast een negatieve invloed heeft op de flexibiliteit alsmede de concurrentiepositie en de efficiëntie, niet onderschrijven.

Kijken we naar de deelname door participatiemaatschappijen, dan zien we dat gedurende een periode van vier jaar na de uitkoop bedrijven gefinancierd door deze maatschappijen een hoger investeringsniveau vertonen dan de groep zonder deelname van participatiemaatschappijen (p -waarden variëren van .004 tot .04).

- 5 Volgens de ondervraagde managers houden externe vermogensverschaffers van LMBO-bedrijven (waaronder banken, participatiemaatschappijen en particuliere beleggers) niet méér toezicht op het bedrijfsbeleid dan externe vermogensverschaffers van niet-LMBO-bedrijven. In vergelijking met externe vermogensverschaffers van LMBO-bedrijven blijken externe vermogensverschaffers van niet-LMBO-bedrijven vaker méér belang te hechten aan prestaties op lange termijn dan aan prestaties op korte termijn ($p=.01$).

Ons concentrerend op de bevindingen van bedrijven waarin participatiemaatschappijen deelnemen, zien wij opvallende verschillen met betrekking tot informatieverstrekking, toezicht en control. Managers van MBO-bedrijven waarin participatiemaatschappijen deelnemen, verstrekken externe vermogensverschaffers meer informatie dan managers van MBO-bedrijven waarin participatiemaatschappijen niet deelnemen ($p=.03$). In plaats van vertegenwoordigers van participatiemaatschappijen maken in de laatstgenoemde groep van MBO-bedrijven voormalige managers of onafhankelijke buitenstaanders deel uit van de raden van toezicht. Volgens buy-out managers uit deze groep MBO-bedrijven blijven toezicht en management control vrijwel onveranderd. Behalve dat zij beschikken over meer informatie omtrent de activiteiten van het bedrijf, zijn de participatiemaatschappijen nauwer betrokken bij het formuleren van het bedrijfsbeleid en oefenen zij meer invloed uit op de keuze tussen alternatieve beleidsscenario's ($p=.005$). Bovendien hechten deze maatschappijen meer waarde aan langetermijnprestaties dan aan kortetermijnprestaties ($p=.02$). Overigens maakt het hierbij nauwelijks verschil of het gaat om LMBO-bedrijven dan wel om niet-LMBO-bedrijven.

5 Conclusies

In dit artikel wilden we de vraag beantwoorden of een toename van de financiële leverage na een MBO positieve dan wel negatieve effecten heeft op het bedrijfs-

beleid van het door directieleden uitgekochte bedrijf(sonderdeel). In het verleden hebben verscheidene auteurs (onder wie Jensen, Rappaport en Reich) deze vraag beantwoord, maar hun antwoorden verschillen. Om de vraag te beantwoorden, hebben wij vijf hypothesen over de relatie tussen financiële leverage en het bedrijfsbeleid na de MBO getest. Deze hypothesen hangen samen met eerder op dit gebied uitgevoerd onderzoek dat wij in paragraaf 2 hebben samengevat. Onze belangrijkste bevindingen vermelden we hieronder.

- 1 De meerderheid van de managers van LMBO- en van niet-LMBO-bedrijven legt meer nadruk op kortetermijnprestaties dan vóór de uitkoop. De hogere leverage versmalt het aandachtsveld van LMBO-bedrijven tot het behalen van kortetermijnresultaten ten opzichte van niet-LMBO-bedrijven niet extra, hetgeen we als positief kwalificeren. We constateerden wat dit betreft dus geen verschillen tussen LMBO- en niet-LMBO-bedrijven.
Splitsen wij de onderzoekspopulatie in bedrijven met en bedrijven zonder deelname van participatiemaatschappijen, dan zien we dat bij de eerstgenoemde bedrijven de oriëntatie van het management op een effectiever bedrijfsbeleid wordt versterkt.
- 2 Managers van LMBO-bedrijven spannen zich duidelijk meer in voor verbetering van cash flows door vaker maatregelen te treffen op het gebied van efficiënt gebruik van productiecapaciteit, terugdringen van de overhead, uitbesteden van ondersteunende activiteiten, optimaliseren van het werkkapitaal, enzovoort. De cash flows vrijkomend uit deze acties, worden gebruikt om het vreemd vermogen af te lossen. Uit onderzoek van Bonnet en Bruining (2002) blijkt tevens dat na een MBO het management met name de diagnostische controlesystemen aanscherpt.
Wederom constateren wij verschillen tussen bedrijven met en bedrijven zonder deelname van participatiemaatschappijen: zo handhaaft de eerste categorie bedrijven een hoger niveau van cash flows en van werkkapitaal.
- 3 Met betrekking tot maatregelen om de liquiditeit van het bedrijf te vergroten, toont onze studie geen significant verschil tussen LMBO- en niet-LMBO-bedrijven. Een hogere leverage leidt dus kennelijk niet tot meer en hardere herstructureringsmaatregelen.
- 4 Tijdens het onderzoek is ons niets gebleken van het beperken van groei door het reduceren van investeringen. Integendeel, na de uitkoop nemen zowel de

meeste LMBO- als niet-LMBO-bedrijven diverse maatregelen om groei van onder meer de omzet te realiseren. Deze groei wordt van binnen uit verkregen en niet via acquisities. De door Rappaport en Reich voorspelde negatieve effecten van de grotere schuldenlast na de MBO op de flexibiliteit, de concurrentiepositie en de efficiëntie blijken zich niet voor te doen. De hogere leverage prikkelt kennelijk tot grotere marktinspanningen, die zich laten vertalen in een groter marktaandeel.

De door participatiemaatschappijen gefinancierde MBO-bedrijven vertonen een significant hoger investeringsniveau dan de niet door hen gefinancierde bedrijven.

- 5 Volgens de buy-out managers houden externe vermogensverschaffers van de LMBO-bedrijven (waaronder banken, participatiemaatschappijen en particuliere beleggers) niet méér toezicht op het bedrijfsbeleid dan de externe vermogensverschaffers van de niet-LMBO-bedrijven.

Door de onderzoekspopulatie te verdelen in een groep MBO's met en een groep MBO's zonder financiering met hulp van participatiemaatschappijen, kwamen interessante verschillen naar voren. Onder meer maakt de eerste groep bedrijven melding van een snellere besluitvorming en in het algemeen een effectiever bedrijfsbeleid. Bovendien informeren zij hun externe vermogensverschaffers vaker over de activiteiten van het bedrijf en maken ze intensiever gebruik van de deskundigheid van de externe vermogensverschaffers bij het formuleren en het selecteren van het bedrijfsbeleid. Een en ander weerspiegelt de veranderingen die plaatsvonden in de governance-structuur na de uitkoop, terwijl deze structuur bij de niet door participatiemaatschappijen gefinancierde bedrijven vrijwel onveranderd bleef.

Samenvattend laat ons onderzoek overwegend positieve effecten van een toegenomen financiële leverage op het bedrijfsbeleid zien. Na verloop van enkele jaren verbeteren de LMBO's hun solvabiliteit zodanig dat zij zich niet meer noemenswaardig onderscheiden van de overige MBO's. Dit is mede toe te schrijven aan het type van maatregelen dat onderwerp van ons onderzoek is. De resultaten zijn meer evident wanneer financiering door participatiemaatschappijen in beschouwing wordt genomen. Dat financiële leverage een keurslijf zou zijn dat verdere groei van MBO-bedrijven beperkt, is in deze studie niet gebleken. Een vruchtbaar gebied voor verder onderzoek betreft volgens ons de vraag in welke mate participatiemaatschappijen bijdragen aan de economische prestaties

van de MBO-bedrijven waarin zij deelnemen. Uitgaande van ons onderzoek lijkt de conclusie gewettigd dat deze maatschappijen niet alleen de beste MBO-bedrijven weten te selecteren, maar dat zij er ook in slagen de MBO-managers te stimuleren meer aandacht te laten besteden aan het verbeteren van de prestaties op zowel de korte als de lange termijn. ■

Literatuur

- Amason A.C., H.J. Sapienza en S. Manigart, (1994), The level and nature of venture capitalist involvement in their portfolio companies: a study of three European countries, in: *Managerial Finance*, 20, 1, pp. 3-17.
- Bonnet, M.P.B., J. Bruining en A.C.C. Herst, (1991), *Handboek Management Buy-Out: Theorie en Praktijk*, Kluwer, Deventer.
- Bonnet, M.P.B. en J. Bruining, (2002), Veranderingen in strategie en management control na management buy-out, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 76, nr. 5, pp. 218-226.
- Bruining, J., (1992), *Prestatieverbetering na Management Buy-Out*, proefschrift Erasmus Universiteit, Rotterdam.
- Bruining, J. en M. Wright, (2002), Entrepreneurial Orientation in Management Buy-Outs and the Contribution of Venture Capital, in: *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*.
- Bull, I., (1988), Management Performance in Leveraged Buy-Outs: an Empirical Analysis, in: Y. Amihud, *Leveraged Management Buy-Outs*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois.
- Citron, D., K. Robbie, M. Wright, J. Bruining en A. Herst, (1999), Loan Covenants, Relationship Banking and Management Buy-Outs in Default: a Comparative Study of the UK and Holland, in: M. Wright en K. Robbie, *Management Buy-Outs and Venture Capital: Into The Next Millennium*, E. Elgar, pp. 153-180.
- Easterwood, J.C., A. Seth en R.F. Singer, (1989), The Impact of Leveraged Buy-Outs on Strategic Direction, in: *California Management Review*, Fall, pp. 30-43.
- Ennew, C.T. en M. Binks, (1994), The Provision of Finance to Small Business: Does the Banking Relationship Constrain Performance?, in: *Journal of Small Business Management*, 4 (2), pp. 231-245.
- Fox, I. en A. Marcus, (1992), The Causes and Consequences of Leveraged Management Buy-Outs, in: *Academy of Management Review*, 17, (1), pp. 62-85.
- Gibbs, P.A., (1993), Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow, in: *Strategic Management Journal*, 14, pp. 51-68.
- Green, S. en D.F. Berry, (1991), *Cultural, Structural and Strategic Change in Management Buy-Outs*, MacMillan.
- Hatherly, D., J. Innes, J. Macandrew en F. Mitchell, (1994), An exploration of the mbo-financial relationship, in: *Corporate Governance*, 2, 1, 20-9.
- Herst, A.C.C., (1990), *Verzelfstandiging en Financiering*, Open Universiteit/Kluwer Bedrijfswetenschappen, Heerlen/Deventer.
- Jensen, M.C., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in: *American Economic Review*, 76, (2), pp. 323-329.
- Jensen, M., (1989), Eclipse of the public corporation, in: *Harvard Business Review*, 67(5), pp. 61-74.
- Johnson, S.A., (1997), The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure, in: *Financial Management*, 3, (2), pp. 217-228.
- Kaplan, S.N., (1989), The Effects of Management Buy-Outs on Operating Performance and Value, in: *Journal of Financial Economics*, 24, (2), pp. 217-254.
- Kok, M.A. en P. van der Meijden, (1991), De Leveraged Buy-Out, in: M.P.B. Bonnet, J. Bruining en A.C.C. Herst, *Handboek Management Buy-Out: Theorie en Praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen.
- Malone, S., (1989), Characteristics of Smaller Company Leveraged Buy-Outs, in: *Journal of Business Venturing*, 4 (5), pp. 349-359.
- Muscarella, C.J. en M.R. Vetsuypens, (1990), Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBO's, in: *Journal of Finance*, 45, pp. 1389-1413.
- Nationale Investeringsbank, (1990), *Solvabiliteit in Balans*, Nationale Investeringsbank, 's-Gravenhage.
- Ofek, E., (1993), Capital Structure and Firm Response to Poor Performance, in: *Journal of Financial Economics*, 34 (1), pp. 3-31.
- Palepu, K.G., (1990), Consequences of Leveraged Buyouts, in: *Journal of Financial Economics*, 27 (1), pp. 247-262.
- Rappaport, A., (1990), The staying power of the public corporation, in: *Harvard Business Review*, 68, pp. 96-104.
- Reich, R.B., (1989), Leveraged Buyouts: America Pays the Price, in: *New York Times Magazine*, January.
- Reilly, F.K. en K. Brown, (2000), *Investment Analysis and Portfolio Management*, Fort Worth, Dryden.
- Sahlmann, A., (1990), The Structure and Governance of Venture Capital Organisations, in: *Journal of Financial Economics*, 27, (2), pp. 473-521.
- Sapienza, H.J. en A.K. Gupta, (1994), Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-ceo interaction, in: *Academy of Management Journal*, 37, 6, pp. 1618-1632.
- Smith, A.J., (1990), Corporate Ownership Structure and Performance, The Case of Management Buy-Outs, in: *Journal of Financial Economics*, 27, (1), pp. 143-164.
- Thompson, R.S. en M. Wright, (1987), *Management Buy-outs, Debt Finance and Agency Costs: a Critical Appraisal*, CMBOR Occasional Paper, Nottingham University Business School.
- Thompson, S. en M. Wright, (1995), Corporate Governance – The Role of Restructuring Transactions, in: *Economic Journal*, May, 105, pp. 690-703.

Noten

- 1 28% van de respondenten kocht een zelfstandig (familie)bedrijf, terwijl 72% een bedrijfsonderdeel van de moedermaatschappij uitkocht.
- 2 Hierbij werd gebruikgemaakt van de Mann-Whitney U test.