

Desinvesteringen bij Management Buy-Out's

Een verkenning van belangen en factoren

Drs. A.L. van Veen en Dr. J. Bruining

Inleiding¹

De *management buy-out* (MBO) heeft zich als instrument van 'corporate restructuring' ontwikkeld tot een alternatief van betekenis (Bruijn e.a. 1990). Het aantal transacties waarbij leden van het zittende management (een gedeelte van) de eigendom van het door hen geleide bedrijf of bedrijfsonderdeel verwerven teneinde dit bedrijf zelfstandig voort te zetten, is in de tachtiger jaren aanzienlijk toegenomen. In de periode 1980-1985 vinden circa 106 MBO's plaats, terwijl dit aantal tussen 1986-1992 meer dan verdubbelt² tot circa 249. Voor de financiering van dergelijke transacties wordt in toenemende mate gebruik gemaakt van *venture capital*.

Uit onderzoek in Engeland onder managers en venture capital verschaffers van MBO-ondernemingen blijkt dat het belang van goede afspraken over een toekomstige desinvestering, in de onderhandelingsfase ten tijde van de buy-out in veel gevallen is onderschat. Vaak heeft dit tot gevolg gehad dat in een later stadium tussen het management en de venture capital verschaffer(s) problemen rezen over de timing van de desinvestering en over de keuze van het desinvesteringsskanaal (Wright e.a. 1990). De term desinvestering houdt in dat venture capital verschaffers hun participatie in het eigen vermogen van de onderneming

terugtrekken om het te gelde te maken. Daarmee houdt hun betrokkenheid met de MBO-onderneming op en wordt de (mede)eigendom overgedragen aan een andere instelling of persoon. Of de nieuwe aandeelhouders het management dezelfde mate van vrijheid en zelfstandigheid gunnen en eenzelfde ondernemingsbeleid voorstaan als de oude aandeelhouders, zijn vragen die zo'n situatie van desinvestering typeren. In de literatuur is tot op heden relatief weinig aandacht geschonken aan dit desinvesteringsaspect bij MBO-ondernemingen.

Bovenstaande vormde voor de Management Buy-Out Research Unit binnen de Erasmus Universiteit Rotterdam aanleiding onderzoek te verrichten naar de belangen en factoren die een rol spelen bij het terugtrekken van tijdelijke externe financiers uit investeringen in Nederlandse MBO-ondernemingen. Dit artikel is gebaseerd op de resultaten van een exploratief onderzoek dat in 1992 bij vier Nederland-

Drs. A.L. van Veen studeerde Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Thans is hij werkzaam als financieel analist bij Koninklijke PTT Nederland NV.

Dr. J. Bruining studeerde Bedrijfseconomie aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. Hij is universitair hoofddocent bij de vakgroep Interne Organisatie en geeft daarbinnen leiding aan de MBO-research unit. Daarnaast doceert hij Bedrijfsorganisatie en ondernemingsbeleid.

se MBO-ondernemingen, zeven venture capital verschafters, één particuliere belegger en twee financiële intermediairs heeft plaatsgevonden. De probleemstelling valt uiteen in de volgende deelvragen:

- *Welke belangen spelen een rol bij het realiseren van investeringen in een MBO en welke tegenstellingen kunnen zich tussen deze belangen voordoen? Welke maatregelen kunnen de kans op belangenconflicten verminderen?*
- *Welke factoren zijn bepalend voor het moment, de methode en het succes van de desinvestering? Is er samenhang te ontdekken tussen deze factoren en de betrokken belangen?*

Het doel van dit artikel is om inzicht te verkrijgen in het desinvesteringsproces. Hoe realiseren venture capital verschafters de waarde van hun investering in een Management Buy-Out? Welke factoren, controlemechanismen en belangen spelen een belangrijke rol bij de besluitvorming over een desinvestering? Dit desinvesteringsproces start vanaf de onderhandelingen over de MBO en loopt tot en met de realisatie van de investering door de venture capital verschafters. In het artikel formuleren wij voorlopige conclusies die als hypothesen moeten worden gezien voor toetsend vervolgonderzoek.

De praktische relevantie van het onderzoek is gelegen in de beleidssfeer van het financieel en algemeen management. De resultaten kunnen de betrokken partijen meer inzicht verschaffen in desinvestering bepalende factoren en in mogelijke stuurmiddelen teneinde de kans op een succesvolle desinvestering te vergroten. In wetenschappelijk opzicht achten wij dit onderzoek van belang, omdat het ons inziens een aanzet levert tot theorievorming omtrent dit onderwerp.

De opbouw van dit artikel is verder als volgt. Eerst geven wij in het kort enige achtergrondinformatie over de MBO en de in de praktijk te onderscheiden mogelijkheden voor desinvestering (hierna kort aangeduid met desinveste-

ringskanaal). Daarna schetsen wij het kader voor ons onderzoek naar de verschillende belangen en desinvesteringbepalende factoren. Een tiental interviews met venture capital verschafters en een viertal case-studies over het verloop van het desinvesteringsproces bij MBO-ondernemingen leveren hiervoor de gegevens. Voorafgaand aan de presentatie van de onderzoeksresultaten wijden we in het kort enige woorden aan de methode van het onderzoek en de wijze van de gegevensverzameling. De onderzoeksbevindingen per fase van het desinvesteringsproces presenteren we in een aantal voorlopige concluderende uitspraken.

2 Management Buy-Out en desinvesteringskanaal

Onze definitie van een MBO heeft betrekking op een uitkoop door leden van het zittende management en luidt als volgt:

Een transactie waarbij één of meer leden van het zittende management, de gehele of gedeeltelijke eigendom verwerven van het bedrijf of bedrijfsonderdeel waarin zij geen of in zeer geringe mate aandelen bezaten, door in de ogen van de financiers substantieel deel te nemen in het eigen vermogen teneinde het bedrijf(sonderdeel) zelfstandig voort te zetten (Bruining 1992, p. 17).

Met substantieel wordt in deze definitie bedoeld: in verhouding tot het persoonlijke vermogen van de uitkopende manager. Anders gezegd, de buy-out manager of het managementteam dat het initiatief tot de MBO neemt, moet in de ogen van de financiers 'met handen en voeten' gebonden worden aan het bedrijf. De deelname in het eigen vermogen hoeft nog niet substantieel te zijn ten opzichte van het bedrijfsvermogen. De *leveraged buy-out* (LBO), waarbij voor de financiering van de uitkoop gebruik wordt gemaakt van relatief veel vreemd vermogen en de *management and investors buy-out* (MAINBO), waarbij naast het

management ook externe investeerders een deel van de eigendom verwerven, vallen onder de door ons gebruikte omschrijving van MBO. Voor dit artikel richten wij ons met name op dit laatstgenoemde type buy-out.

De MBO-markt in Nederland

Reeds in de inleiding is opgemerkt dat het aantal MBO-transacties aan het eind van de jaren tachtig in ons land aanzienlijk toeneemt. Zijn de aantallen in het begin van de jaren tachtig op de vingers van één hand te tellen, gaandeweg constateren we dat er jaarlijks zo'n 30 a 40 van dergelijke transacties plaatsvinden. Deze stijging in populariteit van de MBO kan voor een belangrijk deel verklaard worden uit de overwegend goede economische resultaten van eerdere MBO-ondernemingen na hun verzelfstandiging en de in ons land goed ontwikkelde financiële dienstverlening voor deze operaties. Studies van de Nationale Investeringsbank (1985), Amsterdamse Investeringsbank (1990) en van Bruining (1992) wijzen alle op sterk verbeterde economische prestaties na de MBO vergeleken met de periode ervoor. Volgens de databank van de Management Buy-out Research Unit zijn er in de periode 1980-1992 circa 350 MBO's uitgevoerd.³ De waarde van de MBO-markt in Nederland is moeilijk aan te geven, omdat de uitkooprijzen in veruit de meeste gevallen niet publiekelijk bekend worden gemaakt. Uit gegevens die gepubliceerd zijn door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) kan echter afgeleid worden dat de waarde van de Nederlandse MBO-markt aan het eind van de jaren tachtig geschat kan worden op ongeveer f 650 à 750 miljoen (Bruining en De Jong, 1990).

Uit de databank van de MBO-Research Unit blijkt verder dat tot de belangrijkste financiers van MBO's in Nederland gerekend kunnen worden: het uitkopende management, banken, venture capital verschaffers en de moederonderneming. De betrokkenheid van venture capital verschaffers bij de MBO-markt is de laatste jaren sterk toegenomen. Namen zij in

1985 nog in 29% van de MBO-transacties deel, in 1989 was dit aandeel al opgelopen tot 58%. Het gemiddelde participatiebedrag van venture capital verschaffers in MBO-ondernemingen bedraagt ongeveer f 3,5 miljoen. Het totale in MBO-ondernemingen geïnvesteerde bedrag aan venture capital is begin van de jaren negentig een factor tien groter dan begin jaren tachtig, namelijk f 255 miljoen (bron: NVP-Jaarboek 1993). Dit komt overeen met ongeveer eenderde van de totale portefeuille van de NVP-leden ($\pm$ 90% van de geïnstitutionaliseerde venture capital markt).

Desinvesteringskanalen

De wijze waarop een venture capital verschaffer (een gedeelte van) zijn participatie te gelde maakt en – zo daar sprake van is – zijn rendement hierop kan realiseren, wordt aangeduid met het begrip *desinvesteringskanaal*. In de praktijk kan een aantal soorten desinvesteringskanalen onderscheiden worden:

- verkoop aan derden, onderverdeeld in verkoop aan een andere belegger en verkoop aan een industriële koper (fusie of overname);
- beursgang;
- terugverkoop aan mede aandeelhouders/management;
- faillissement;
- overige (onder meer ontbinding, conversie en 'capital restructuring').

In tabel 1 is weergegeven in hoeverre in de afgelopen tien jaar van de zojuist genoemde

Tabel 1: Desinvesteringen naar desinvesteringskanaal (in % van gedesinvesteerd vermogen tegen aanschafprijzen)

	1983-1987	1988	1989	1990	1991	1992
verkoop aan						
derden	27	27	66	39	48	44
beursgang	45	27	7	5	8	5
terugverkoop	9	28	3	11	25	39
faillissement	11	12	12	28	14	10
overige	8	6	12	17	5	2
Totaal	100	100	100	100	100	100

desinvesteringskanalen gebruik is gemaakt. Deze tabel heeft betrekking op alle vormen van venture capital investeringen en derhalve niet alleen op participaties in MBO-ondernemingen (bron: NVP). Uit deze tabel blijkt dat verkoop aan derden momenteel het meest gevolgde desinvesteringskanaal is en dat in de afgelopen jaren een verschuiving in de richting van dit kanaal is opgetreden ten koste van vooral een gang naar de effectenbeurs. Een klein deel van de verkopen aan derden (5 à 10%) had betrekking op verkoop aan andere beleggers. Het fusie- en overnametraject was veruit het belangrijkste desinvesteringskanaal in de afgelopen periode.

3 Desinvesteringsproces en belangen: het onderzoekskader

Teneinde op adequate wijze inzicht te kunnen verwerven in het besluitvormingsproces over een desinvestering, is het noodzakelijk aan-

dacht te besteden aan de belangen die hierbij betrokken zijn. Ten behoeve van het onderzoek hebben wij een drietal belangen onderscheiden, te weten: de belangen van de financier (venture capital verschaffer), het uitkopend management en de onderneming als zodanig (het vennootschappelijk belang).

Ad 1: Een venture capital verschaffer zal zich naar verwachting bij een desinvesteringsbeslissing laten leiden door zijn rendementsdoelstelling. Veelal zal dit betekenen dat hij aanstuurt op die combinatie van desinvesteringskanaal en timing die leidt tot een maximalisatie van zijn desinvesteringsoptbrengst, waarbij hij in ieder geval tracht zijn geëiste rendement te realiseren. Ook matching overwegingen met andere participaties binnen zijn portefeuille zullen echter een rol spelen.

Ad 2: De belangen van het uitkopend management hangen voor een groot deel samen met het feit dat managers door de MBO on-

Figuur 1: Het desinvesteringsproces: matching van belangen en contingentiefactoren

BESCHIKBARE STURINGSMECHANISMEN

- Aandeelhouderscontract
- Aandelenparticipatie leiding
- Schuldcommitment
- Rapportage verplichting
- Raad van Commissarissen
- Ondernemingsraad

- Soort en omvang MBO
- Economische prestaties na MBO
- Markt- en brancheontwikkeling
- Investerings- en beursklimaat

CONTINGENTIEFACTOREN

Optimaal resultaat van desinvestering voor de betrokkenen:

- verkoop aan derden
- beursgang
- terugverkoop
- faillissement
- overige

dernemer worden en een eigen zaak gaan 'runnen'. Vrijheid en zelfstandigheid blijken belangrijke persoonlijke doelstellingen te zijn van managers van MBO-ondernemingen, maar ook doelstellingen als vergroting van de deelname in het eigen vermogen van de betrokken onderneming komen voor (Wright e.a., 1992). Anders dan bij de venture capital verschaffer, maakt de investering van het management in de MBO-onderneming doorgaans geen onderdeel uit van een grotere portefeuille.

Ad 3: Het vennootschappelijk belang betreft 'het eigen gezonde bestaan, de uitgroei en het voortbestaan' van de MBO-onderneming als zodanig en kan gezien worden als een resultante van de belangen van alle participanten (Maeijer, 1964). In dit verband kan gewezen worden op het concept van de buy-out life cycle. Hoewel een MBO leidt tot de verzelfstandiging van een bedrijfs(onderdeel), hoeft dit geenszins te betekenen dat de nieuwe, verzelfstandigde onderneming ook altijd in deze vorm blijft bestaan. Ontwikkelingen in de markt en branche waarbinnen de onderneming opereert kunnen op termijn immers noodzaken tot een nieuwe herstructurering.

Naar verwachting zullen bovenstaande belangen ieder hun eigen sturing geven aan het besluitvormingsproces over een desinvestering. Naast deze belangen zullen het verloop en de uitkomst van het desinvesteringsproces echter ook beïnvloed worden door situatie-specifieke of contingentiefactoren (zie figuur 1). Deze factoren kunnen zowel betrekking hebben op de ontwikkeling van de MBO-onderneming zelf als op de ontwikkelingen in de omgeving waarin zij opereert. De essentie is nu gelegen in het vinden van een 'match' tussen deze factoren en de respectievelijke belangen. Een juist gebruik van de beschikbare sturingsmechanismen kan voorkomen dat conflicten tussen management en venture capital verschaffers de betrokken belangen schaden. Een bron voor conflicten kan zijn dat de financiële participatie van de uitkopende manager voor hem de enige belegging vormt, terwijl dit voor de venture capital verschaffer onderdeel is van een portefeuille. Objectieve en ratione-

le benadering van de desinvestering komen te staan tegenover een emotionele subjectieve benadering. Een andere bron kan zijn de verschillende visies over toekomstige betrokkenheid bij het uitstippelen en uitvoeren van het ondernemingsbeleid. De conflicten kunnen toenemen als gevolg van een ander investerings- en beursklimaat dan voorzien op het moment van de buy-out.

Omwillen van de systematiek zullen wij het desinvesteringsproces onderverdelen in een drietal fasen, te weten de Buy-out fase, de Post buy-out fase en de Desinvesterings fase.

De *Buy-out fase* betreft de onderhandelingen en de afspraken die gemaakt worden tussen het uitkopend management en de venture capital verschaffers, uiteindelijk resulterend in een aandeelhoudersovereenkomst. In de *Post buy-out fase* gaat het om de ontwikkelingen in de onderneming en haar omgeving, alsmede om mogelijke belangenconflicten die zich tussen het management en de venture capital verschaffers voor kunnen doen. In de *desinvesteringsfase* ten slotte staat de uiteindelijke desinvesteringsbeslissing en de realisering hiervan centraal. Schematisch kan het onderzoekskader dat richtinggevend is geweest voor ons onderzoek dan worden weergegeven als in figuur 1.

4 Data en methodologie

Het uitgevoerde onderzoek is opgebouwd uit twee gedeelten. Het doel van het eerste deel is om een algemeen beeld te krijgen van de desinvesteringsproblematiek bij MBO-financiering in Nederland. Gezien het algemene karakter is, voor wat betreft dit gedeelte van het onderzoek, gekozen voor de interview-enquête als onderzoekstype. De populatie van dit eerste deel van het onderzoek betreft de *verschaffers van venture capital aan MBO-ondernemingen*. Bij de keuze van de steekproef is er naar gestreefd een groep venture capital verschaffers te selecteren die ervaring hebben met MBO's en desinvesteringen. In het eerste gedeelte van het onderzoek zijn uiteindelijk ze-

ven venture capital verschaffers, één particuliere belegger/zelfstandig adviseur en twee financieel intermediairs betrokken.

Het tweede deel van het onderzoek richt zich op verkenning van de desinvesteringsproblematiek bij een aantal MBO-ondernemingen. Een geëigend onderzoekstype hiervoor is de *case-studie*. In het onderhavige onderzoek is het onderzoekselement de *MBO-onderneming, waarin één of meerdere venture capital verschaffers hebben deelgenomen en waar reeds een (gedeeltelijke) desinvestering heeft plaatsgehad*. Gezien de explorerende aard van het onderzoek hebben wij ervoor gekozen om van vier ondernemingen een case-studie uit te voeren die in ieder geval voor wat betreft het gevolgde desinvesteringskanaal van elkaar verschillen (zie bijlage 1). Startpunt bij de gegevensverzameling voor deze case-studies waren de publiek toegankelijke informatiebronnen (kranten, tijdschriften, jaarverslagen) met gegevens over de (gedeeltelijke) desinvestering en redenen hiervoor. De analyse van de uit deze bronnen afkomstige gegevens diende voorts als voorbereiding voor de te houden interviews

De interviews zijn gehouden met zowel de venture capital verschaffers als de buy-out managers van MBO-ondernemingen en hadden een semi-gestructureerd karakter. Leidraad daarbij was het door ons opgestelde theoretische kader in figuur 1. De gehanteerde vragenlijsten zijn voor zowel de groep venture capital verschaffers als de buy-out managers gebaseerd op de drie onderscheiden fasen van het desinvesteringsproces. Bij de venture capital verschaffers zijn ondermeer vragen gesteld over:

- het belang van de desinvestering in de onderhandelingsfase;
- de onderhandeling en de afspraken hierover;
- de oorzaken voor afwijkingen van oorspronkelijke desinvesteringsintenties;
- de desinvestering beïnvloedende factoren voor route en timing;
- de initiatiefnemer en de doorslaggevende belangen bij de beslissing over de desinvestering;

- belangenconflicten en controle- en motivatiemechanismen om deze te beperken;
- het succes van de desinvestering.

Naast de hierboven vermelde vragen is bij de buy-out managers specifiek ingegaan op:

- de financiering van de verzelfstandigde onderneming;
- de opbouw en verschaffers van het eigen vermogen;
- de onderhandelingen met de venture capital verschaffers;
- de afspraken over toekomstige desinvesteringsmogelijkheden;
- de economische prestaties van de MBO-onderneming;
- de marktontwikkelingen;
- de belangenconflicten en motivatiemechanismen.

5 Resultaten

In deze paragraaf presenteren wij de resultaten van ons verkennend onderzoek in de vorm van concluderende uitspraken. Deze dienen voor de vorming van hypothesen die in een vervolgonderzoek nader getoetst kunnen worden. Bij de presentatie houden wij de volgorde aan van de fasen van het desinvesteringsproces. Vanwege de vertrouwelijkheid van de verstrekte gegevens zijn de resultaten uit de vier case-studies van de MBO-bedrijven en uit de tien interviews met de verschaffers van venture capital zodanig omgewerkt dat de identiteit van de aan het onderzoek meewerkende MBO-ondernemingen en verschaffers van venture capital niet afzonderlijk is te herkennen.

De buy-out fase

1 Het belang van zorgvuldige (contract-)afspraken tussen het management en een venture capital verschaffer is in de jaren tachtig onderschat. In veel gevallen heeft het ontbreken van goede afspraken geleid tot problemen in een later stadium van het desinvesteringsproces.

2 Tegenwoordig wordt in de buy-out fase vrijwel altijd gesproken over toekomstige desinvesteringsdoelstellingen tussen management en venture capital verschaffer. In veel gevallen wordt een aantal gentleman's agreements overeengekomen met een zogenaamd voorwaardenschepend karakter. Bijvoorbeeld dat de venture capital verschaffer haar deelname minimaal een aantal jaren zal behouden en alleen zal vervreemden als het management hiermee instemt. Een veel voorkomende voorwaarde is dat elke partij zich verplicht zijn belang eerst aan andere partijen aan te bieden. Afspraken over desinvesteringskanalen worden echter zelden contractueel vastgelegd.

3 De aard en inhoud van eventuele afspraken is in de eerste plaats afhankelijk van de toekomstige (wenselijk geachte) ontwikkeling van de MBO-onderneming (de buy-out life cycle). Daarnaast zijn de afspraken afhankelijk van de doelstellingen en het desinvesteringsbeleid van de participatiemaatschappij en de (LT-)doelstellingen van het management. Op grond van dit exploratieve onderzoek blijkt echter dat laatstgenoemde doelen vaak in grote mate parallel lopen met het vennootschappelijk belang.

4 Voorts wordt de aard en de inhoud van eventuele desinvesteringsafspraken bepaald door de omvang van de transactie en de verhouding tussen de deelname van het management en de venture capital verschaffer(s). Indien aanvankelijk sprake is van een (ruim) meerderheidsbelang van het management, wordt vaak een regeling voor de terugverkoop van aandelen van de venture capital verschaffer(s) overeengekomen. Als daarentegen sprake is van een (gering) minderheidsbelang van het management, wordt vaak verkoop aan derden of beursgang in het vooruitzicht gesteld.

De post buy-out fase

5 Het verloop van de economische prestaties van de MBO-onderneming kan van invloed zijn op zowel het desinvesteringskanaal als de timing van de desinvestering. (Zeer) slechte

resultaten kunnen leiden tot een faillissement, terwijl een bovenverwachte performance soms leidt tot (onvoorziene) belangstelling van strategische kopers. Voor wat betreft de timing blijkt dat een hogere c.q. lagere dan verwachte performance in het algemeen leidt tot een vroegere/latere desinvestering van de venture capital verschaffer(s).

6 De ontwikkelingen in de markt/branche van de MBO-onderneming kunnen eveneens van invloed zijn op het resulterende desinvesteringskanaal. Met name de concentratietendens in de branche lijkt van grote invloed op het verloop van de buy-out life cycle en het uiteindelijke desinvesteringsresultaat. Bovendien blijkt uit ons onderzoek dat een relatief slecht branche-imago, een beursgang als desinvesteringskanaal minder aantrekkelijk maakt, ongeacht het succes van de onderneming. In geval van een 'witte raaf' in een slechte branche lijkt verkoop aan derden doorgaans meer perspectieven te bieden.

7 Macro-economische ontwikkelingen, in het investerings- en beursklimaat en op de fusie- en overnamemarkt zijn doorgaans van invloed op zowel de route als de timing van de desinvestering. Een ongunstig investeringsklimaat heeft vaak tot gevolg dat belangstellende kopers niet gevonden worden, terwijl een slecht beursklimaat veelal leidt tot uitstel of zelfs afstel van een voorgenomen beursintroductie. Toegenomen activiteit op de fusie- en overnamemarkt vergroot daarentegen de kans op verkoop aan derden.

8 Tussen het vennootschappelijke belang en de persoonlijke belangen van het management lijkt doorgaans een grote mate van congruentie te bestaan. Conflicten tussen het (rendements)belang van de venture capital verschaffer en het belang van de onderneming(sleiding) blijken zich wel voor te doen. Voorbeelden hiervan zijn het geval dat een venture capital verschaffer aanstuurt op een overname waardoor de MBO-onderneming(sleiding) haar zelfstandigheid dreigt te verliezen en een situatie waarin terugverkoop aan het management het overeengekomen desinvesteringskanaal is en onderhandeld moet worden over de prijs van de aandelen.

9 De kans op het zich voordoen van conflicten tussen het rendementsbelang van de venture capital verschaffer en de belangen van de ondernemingsleiding lijkt in het algemeen groter wanneer goede communicatie over toekomstige desinvesteringsdoelstellingen ontbreekt, afspraken hierover achterwege blijven, de performance van de onderneming achterblijft bij de verwachtingen, en/of zich onvoorziene gebeurtenissen voordoen. Ook het desinvesteringsbeleid van de venture capital verschaffer speelt hierbij een rol.

10 Bij MBO's wordt in de meeste gevallen gebruik gemaakt van controlemechanismen in de vorm van 'monitoring', middels periodieke rapportage en/of een zetel in de RvC. Dit komt bovenop het 'incentive-mechanisme' van de verplichte deelname door het uitkopende management in het eigen vermogen. In sommige gevallen wordt hierbij nog een bonus (in geld of aandelen) voor het management in het vooruitzicht gesteld die afhankelijk is van het bedrijfsresultaat. In ons onderzoek zijn we geen beloningsmechanismen tegengekomen gebaseerd op een bepaalde desinvesteringsopbrengst.

11 Het belang van incentive-technieken voor het tegengaan van belangenconflicten moet niet worden overschat. Het management van een MBO-onderneming is volgens de geïnterviewde vertegenwoordigers van de venture capital maatschappijen ook zonder dergelijke incentives meestal al voldoende gemotiveerd. Volgens hen blijken de meeste belangenconflicten niet met financiële prikkels alleen op te lossen. Een goede oriëntatie vooraf, het maken van zorgvuldige afspraken en een open wijze van communicatie lijken in dit verband van groter belang.

De desinvesteringsfase

12 Het vennootschappelijk belang (bedrijfsbelang) lijkt in Nederland doorgaans van doorslaggevende betekenis bij de totstandkoming van een desinvestering. Hoewel de zeggenschapsverhoudingen formeel bepalend zijn voor de vraag welk belang doorslaggevend is en het een aandeelhouder vrij staat wat te doen

met zijn aandelen, blijken venture capital verschaffers veelal te streven naar een desinvestering die (ook) in het belang van de onderneming (sleiding) is. De waarde van een onderneming (en een participatie) is immers in grote mate afhankelijk van het management.

13 Op grond van dit exploratieve onderzoek blijkt dat ook bij venture capital participaties in MBO-ondernemingen, verkoop aan derden momenteel het meest gevolgde desinvesteringskanaal is en dat beursgang – als meest voorkomend desinvesteringskanaal in het midden van de jaren tachtig – thans door dit kanaal is 'voorbijgestreefd'. Belangrijke redenen hiervoor lijken: de beurskrach van oktober 1987, de mogelijk te bereiken synergieën in geval van verkoop aan een industriële koper en een toegenomen activiteit op de fusie- en overnamemarkt.

14 Terugverkoop aan het management lijkt bij participaties in MBO-ondernemingen, ten opzichte van andere vormen van venture capital financiering, relatief weinig voor te komen. Een mogelijke reden hiervoor is dat het in veel gevallen voor het management – gezien de omvang van de MBO-transactie – niet mogelijk is om de venture capital verschaffer(s) uit te kopen.

15 Ook faillissement lijkt bij participaties in MBO-ondernemingen minder voor te komen ten opzichte van andere soorten van venture capital financiering. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat het risico van buy-out financiering – in reeds bestaande ondernemingen – geringer is dan van andere vormen van venture capital verschaffing.

16 De verschillen tussen de uiteindelijke vorm van desinvestering en de oorspronkelijke intenties lijken steeds kleiner te worden, doordat met name de venture capital verschaffers steeds beter weten waarmee bij aanvang rekening gehouden moet worden. De meeste afwijkingen voor wat betreft desinvesteringskanaal, blijken op te treden wanneer beursgang de aanvankelijke bedoeling is en uiteindelijk verkoop aan derden resulteert. Ook voor wat betreft de timing van de desinvestering, lijkt de kans op verschillen echter het grootst in geval van een voorgenomen beursgang.

6 Samenvatting en slotconclusie

Startpunt in het desinvesteringsproces zijn de onderhandelingen en de (eventueel) gemaakte afspraken over realisatiemogelijkheden van de MBO-investering tussen het management en de venture capital verschaffer(s). De aard en inhoud van deze afspraken zijn afhankelijk van het vennootschappelijk belang, de doelstellingen van het management en die van de venture capital verschaffer, alsmede de omvang en deelnemingsverhouding van de MBO. Tal van (onvoorziene) ontwikkelingen na de MBO kunnen echter van invloed zijn op de al dan niet vastgelegde desinvesteringsplannen. Zo spelen zowel de economische prestaties van de onderneming als de ontwikkelingen in de markt/branche en macro omgeving (investerings- en beursklimaat, activiteit op fusie- en overname-markt) een rol. Dit is een belangrijke bron voor afwijkingen van oorspronkelijke intenties.

Op grond van onze interviews in 1992 concluderen wij dat verkoop aan derden momenteel het meest gevolgde desinvesteringskanaal is, terwijl een gang naar de effectenbeurs steeds minder voorkomt. Terugverkoop aan het management en faillissement lijken bij MBO's, ten opzichte van andere vormen van venture capital financiering, relatief weinig voor te komen. In Nederland lijkt het vennootschappelijk belang doorgaans van doorslaggevende betekenis bij de totstandkoming van een desinvestering. Substantiële tegenstellingen hiervan met de belangen van het management zijn in het onderzoek niet naar voren gekomen. Conflicten met het (rendements)belang van de venture capital verschaffer blijken zich wel voor te kunnen doen. De kans hierop lijkt toe te nemen wanneer goede afspraken over een eventuele desinvestering ontbreken, de economische prestaties van de onderneming achterblijven en als zich onverwachte gebeurtenissen voordoen. Ook het (desinvesterings-) beleid van de venture capital verschaffer speelt hierbij echter een rol. Uit het onderzoek volgt dat een goede oriëntatie vooraf op de desinvesteringsdoelstellingen, het maken van goede afspraken hierover en een open wijze

van communicatie op basis van wederzijds vertrouwen tussen management en venture capital-verschaffer, van groot belang kunnen zijn voor het tegengaan van belangenconflicten. De rol van controle- en motivatiemechanismen moet in dit verband niet overschat worden. Het management van een MBO-onderneming is door de eigen participatie ook zonder deze mechanismen doorgaans al voldoende gemotiveerd en in die gevallen waarin tegenstellingen bestaan met de belangen van de venture capital-verschaffer, blijken deze mechanismen alleen niet afdoende om eventuele conflicten te voorkomen c.q. op te lossen. Het in goed overleg opstellen van mogelijk te volgen desinvesteringsscenario's lijkt een effectieve manier om tot een evenwichtige belangenafweging te komen en de kans op een voor alle partijen optimaal desinvesteringsresultaat te vergroten.

De conclusies in dit artikel zijn gebaseerd op een eerste onderzoek dat, gelet op de beschikbare literatuur, een eerste verkenning vormde van een nagenoeg onontgonnen terrein. In analytische zin hebben wij getracht samenhang aan te brengen tussen enkele belangrijke desinvestering bepalende factoren. Wij pretenderen althans op basis van deze analyse een reeks algemeen geldende uitspraken te hebben geleverd. Zo is het mogelijk dat onze voorlopige conclusies te eenzijdig zijn gebaseerd op economisch succesvolle desinvesteringen. Bij de onderzochte bedrijven is immers sprake van overwegend succesvolle MBO's en goede desinvesteringresultaten. Daarnaast is het mogelijk dat onze uitspraken te veel zijn gebaseerd op relatief grote MBO's. Toetsend vervolgonderzoek zal moeten uitwijzen in hoeverre de tentatief geformuleerde conclusies meer algemene geldingskracht hebben. Hierbij zou dan onder andere ook meer aandacht kunnen worden besteed aan economisch minder succesvol verlopen desinvesteringen en de mogelijke oorzaken hiervan, aan de desinvesteringsproblematiek bij relatief kleinere MBO's, alsmede aan het karakter van de door de venture capital instelling aangewende fondsen ('closed' en 'open end fund').

Literatuur

- Amsterdamse Investeringsbank NV, (1990), *1980-1990 Verzelfstandigingen in Nederland*, Amsterdamse Investeringsbank, Amsterdam.
- Bruijn, R.P., J. Bruining, A.C.C. Herst en A.C. de Jong, (1990), *Corporate restructuring in the Netherlands: Management Buy-Out Performance and Agency Theory*, Paper presented at The Seventh International Conference of Europeanists, Washington, maart.
- Bonnet, M.P.B. en A.C.C. Herst, (1991), Waardebepaling en financiering, in M.P.B. Bonnet, J. Bruining, A.C.C. Herst (red.), *Handboek voor Management Buy-Out, theorie en praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, p. 199.
- Bruining, J. en A.C. de Jong, (1990), The Netherlands, Growing by both volume and value of deals, *Acquisitions Monthly*, November, pp. 93-94.
- Bruining, J., (1992), *Prestatieverbetering na Management Buy-Out*, Proefschrift Erasmus Universiteit Rotterdam, november.
- INDIS, Buro voor Industrieel en Professioneel Onderzoek BV, (1985), *Verzelfstandiging van Bedrijven, een Onderzoek in Opdracht van de Nationale Investeringsbank* (ongepubliceerd) Nationale Investeringsbank, Amsterdam, september.
- Maeijer, J.M.M., (1964), *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap*, inaugurele rede, Kluwer, Deventer.

- NVP-jaarverslagen 1988 t/m 1993*, Nederlandse Vereniging voor participatiemaatschappijen, Den Haag.
- Veen, A.L. van, (1992), *Exit-Routes bij de Financiering van een MBO*, Doctoraalscriptie, begeleider J. Bruining, Erasmus Universiteit Rotterdam, oktober.
- Wright, M.B. Chiplin, S. Thompson en K. Robbie, (1990), 'Realisations of venture capital investments, the case of management buy-outs in the UK' in *The Service industries journal*, vol. 10, juli.
- Wright, M., S. Thompson en K. Robbie, (1992), 'Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: an European perspective' in *Journal of business venturing*, vol. 7.

Noten

- 1 De auteurs zijn Drs. M.P.B. Bonnet (EUR) en Prof. Dr. A.C.C. Herst (Rijks Universiteit Limburg) erkentelijk voor hun medewerking aan dit onderzoek.
- 2 Bron: Databank MBO research unit, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- 3 Voor een uitgebreide beschouwing over de ontwikkeling van de MBO in Nederland zie Handboek Management Buy-Out: Theorie en Praktijk, 1991 Kluwer Bedrijfswetenschappen.

Bijlage 1

Onder- ne- ming*	Jaar van buy-out	Financiering	Afspraken (Buy-out fase)	Ontwikkelingen (Post buy-out fase)	Gevolgd desinvesteringsroute (Desinvesteringsfase)	Jaar van desinvest.
A	1986	EV:VV = 1:3 Opbouw EV: management 20% moeder 20% venture capital 60%	- beursgang i.v.m. wenselijk geachte zelfstandigheid van A - desinvestering slechts na instemming van management	- door bovenverwachte performance eerder beursrijp - Europa '92 en toegenomen buitenlandse concurrentie nopen A tot samenwerking	- (vervroegde) beursgang, gevolgd door gedeeltelijke overname (51%)	1987/1990
B	1983 1989	EV VV = 1:9 Opbouw EV management 51% venture capital 49% EV VV = 1:9 Opbouw EV: management 70% personeel 25% venture capital 5 %	- terugkoopregeling voor venture capital verschaffers i.v.m. minderheidsbelang - beursgang i.v.m. toekomstige versterking garantievermogen - terugkoopregeling	- (zeer) ongunstige markt-ontwikkelingen - concentratietendens en internationalisering in branche - voortgaande concentratie en schaalvergroting	- terugverkoop aan management voor venture capital verschaffers - beursgang, gevolgd door overname (100%) voor management - overname (100%)	1987 1986/1989 1990/1992
C	1985	EV-VV = 1:3 Opbouw EV: management 3,5% venture capital 33,5% inst. beleggers 63%	- beursgang binnen 3 jaar i.v.m. wenselijk geachte zelfstandigheid van C - onderlinge verhandelbaarheid van aandelen beperkt om blokvorming te voorkomen	- beurskrach - onverwachte belangstelling van strategische kopers door goede performance van C	- overname (100%)	1989
D	1983	EV:VV = 1:2 Opbouw EV: management 5% moeder 44% venture capital 51%	- beursgang als afronding van verzelfstandigingsproces - eerste 3 jaar geen vervreemding - desinvestering slechts na overleg met management	- spectaculaire stijging in economische prestaties - door enorme groei al snel beursrijp	- beursgang	1985

* In verband met het vertrouwelijke karakter van de onderzoeksinformatie zijn de case-studies geanonimiseerd weergegeven.