

PRESTATIEVERBETERING NA MANAGEMENT BUY-OUT

(Performance improvement after management buy-out)

PROEFSCHRIFT

TER VERKRIJGING VAN DE GRAAD VAN DOCTOR
AAN DE ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM
OP GEZAG VAN DE RECTOR MAGNIFICUS
PROF.DR. C.J. RIJNVOS
EN VOLGENS BESLUIT VAN HET COLLEGE VAN DEKANEN.
DE OPENBARE VERDEDIGING ZAL PLAATSVINDEN OP
DONDERDAG 19 NOVEMBER 1992 OM 16.00 UUR

DOOR

JOHANNES BRUINING

GEBOREN TE HARDERWIJK

PROMOTIECOMMISSIE

Promotoren: Prof.dr. A.C.C. Herst
Prof.dr. A.R.T. Williams
Overige leden: Prof.dr. P.G.M. Hesseling
Prof.dr. H.G.W.M. Peer



289

k

33

VOORWOORD

Het schrijven van een proefschrift van het begin tot aan het eind is bij uitstek een individuele aangelegenheid. Toch zou het in mijn geval nooit tot stand zijn gekomen zonder de steun van anderen.

Als eerste noem ik de onmisbare steun van het thuisfront. Bezig zijn met een proefschrift vergt in de eerste plaats een goed klankbord met het thuisfront. Jennie, José en Annemarie zorgden dat het gezin bleef 'draaien', terwijl ik de management buy-out 'deed'.

In de tweede plaats ben ik veel dank verschuldigd aan mijn beide promotoren, prof. dr. A.C.C. Herst en prof. dr. A.R.T. Williams. Zij leidden mijn schrijfpogingen in goede banen en daagden mij uit een brug te slaan tussen interne organisatie en ondernemingsfinanciering. Na een bezoek eind 1988 aan Verolme Shipyard Heusden, één van de vele (management) buy-outs uit het RSV-concern, stelde eerstgenoemde mij voor over het verschijnsel management buy-out een proefschrift te schrijven. Beiden dank ik voor hun praktische suggesties voor de inrichting van het onderzoek en het methodologisch commentaar. Steeds wist ik mij verzekerd van hun niet aflatende ondersteuning.

Dankzij de onderzoeksgroep, bestaande uit drs M.P.B. Bonnet, prof. dr. A.C.C. Herst en mijzelf, die tot taak had het congres van de Economische Faculteit ter gelegenheid van het 15e lustrum van de Erasmus Universiteit in 1988 te organiseren, kon ik met mijn onderzoek naar de economische prestaties van MBO's een vliegende start maken. Met zeer veel plezier denk ik terug aan de boeiende discussies, de lol en de vriendschap die ons onderzoek naar "Vuistregels bij Management Buy-Outs" opleverde.

Drs A.C. de Jong, ten tijde van het onderzoek als student-assistent verbonden aan de vakgroep Interne Organisatie en mede-oprichter van de Management Buy-Out Research Unit, dank ik in het bijzonder voor zijn ondersteuning bij de verslaggeving van de case-studies en voor zijn kritisch commentaar op de concept-hoofdstukken. Niet alleen zijn deskundigheid op het terrein van de management buy-out maar ook zijn nauwkeurigheid en snelheid bij het vervaardigen van de interviewverslagen waren mij tot grote steun.

De contacten met prof. dr. M. Wright verbonden aan het Institute of Financial Studies van de Universiteit van Nottingham en tevens directeur van het Centre for Management Buy-Out Research, bleken onmisbaar voor een internationale oriëntatie op het (management)buy-out fenomeen en resulteerde in internationale publikaties en contacten. Met hem hoop ik de research contacten voort te zetten.

De Heer C. Ouwkerk van het Bedrijfseconomisch Instituut van de Erasmus Universiteit

Rotterdam verzorgde vakkundige dienstverlening bij de statistische bewerking van de onderzoeksgegevens voor de hoofdstukken 5 en 6.

Veel profijt heb ik bij mijn onderzoek gehad van de bereidwillige medewerking van een aantal bedrijven. Ten behoeve van de case-studies stelden zij, naast een aanzienlijke hoeveelheid tijd voor interviews en terugkoppelingsmomenten, in niet geringe mate het nodige vertrouwelijke materiaal ter beschikking. In het bijzonder dank ik hiervoor de directies en financiers van TIP Europe plc, UT-Delfia b.v. en Boekhoven-Bosch b.v. De vertrouwensband tijdens het onderzoek met de bij de respectieve management buy-outs betrokken personen uit deze bedrijven en financiële instellingen heb ik als zeer plezierig ervaren.

Daarnaast kon ik rekenen op de steun van twee bedrijven uit de sector financiële dienstverlening. De Nationale Investeringsbank N.V. verleende zijn medewerking aan de verkrijging van unieke data van een onderzoek over meningen en ervaringen van managers die hun bedrijf uitkochten. Graydon Nederland B.V. stelde gratis computertijd ter beschikking om bedrijfsinformatie over financiële ratio's van Nederlandse management buy-outs uit hun databestand op te sporen. Tevens stelde het mij in staat deze ratio's te vergelijken met branchegemiddelden.

Tenslotte ben ik de collega's van de wetenschappelijke en administratieve staf van de vakgroep Interne Organisatie erkentelijk voor hun bereidheid mij tijdens het onderzoek en het schrijven van de dissertatie voor onderwijs- en bestuurlijke taken zoveel mogelijk te ontzien.

J. Bruining
7 september 1992



**De Nationale
Investeringsbank N.V.**

Met dank aan de Nationale Investeringsbank N.V. voor de financiële steun in de drukkosten van dit proefschrift.



Gedrukt door: Drukkerij Haveka B.V., Alblasserdam

FIGUREN EN TABELLEN

Figuur 3.1:	Aantallen MBO's in Nederland 1980-1991	35
Figuur 3.2:	Aantal MBO's uit concerns en van zelfstandige ondernemingen	35
Figuur 3.3:	Geschatte omvang Nederlandse MBO-markt in mln guldens	36
Figuur 3.4:	Aantallen MBO's in de VS, Engeland en Nederland 1980-1989	37
Figuur 3.5:	Aantallen MBO's in West-Europa 1980-1989	37
Figuur 3.6:	Grootte (in aantal werknemers) van de MBO-ondernemingen	38
Figuur 3.7:	Redenen van MBO's uit concerns	42
Figuur 3.8:	Verdeling van MBO's over de bedrijfssectoren	43
Figuur 3.9:	De procentuele verdeling van de MBO's begin en eind 80-er jaren	44
Figuur 6.1:	Associatieve samenhang bij succesvolle MBO's	150
Figuur 6.2:	Associatieve samenhang bij succesvolle IBO's	155
Figuur 7.1:	Associatieve samenhang tussen flexibiliteit naar binnen en naar buiten en economische prestaties bij succesvolle MBO's	170
Figuur 7.2:	Informatieverzameling economische prestaties en flexibiliteit voor en na de MBO	176
Tabel 2.1:	Organisatorische ontvlechting en verandering van eigendom	19
Tabel 3.1:	Aantal MBO's over 1980-1990 per bedrijfstak: de 'top 10'	43
Tabel 4.1:	Overzicht empirische 'performance' literatuur	62
Tabel 4.2:	Factors Affecting Profits For the Last Completed Financial Year	66
Tabel 4.3:	Samenvattend overzicht hypothesen over ontstaan van MBO's en waardecreatie	95
Tabel 4.4:	Ontstaansredenen voor MBO en waardecreatie door interventies	105
Tabel 4.5:	Ontstaansredenen voor MBO en waardecreatie onafhankelijk van interventies	106
Tabel 5.1:	De onderzochte MBO's per branche (Sic'74)	109
Tabel 5.2:	De geselecteerde financiële ratio's	112
Tabel 5.3:	Vergelijking financiële ratio's van MBO's met de branche	117
Tabel 5.4:	Vergelijking financiële ratio's van kleine en grote MBO's met de branche	118
Tabel 6.1:	Respons-overzicht	128
Tabel 6.2:	Aantallen MBO's en IBO's per branche	129
Tabel 6.3:	MBO's en IBO's naar jaar van herkomst	130
Tabel 6.4:	MBO's en IBO's en personeelsomvang	130
Tabel 6.5:	Het opzetten van nieuwe diensten	135
Tabel 6.6:	Veranderingen in marketing-instrumenten	136
Tabel 6.7:	Organisatorische veranderingen	138
Tabel 6.8:	Flexibiliteit naar buiten	139
Tabel 6.9:	Flexibiliteit naar binnen	140

Tabel 6.10:	Redenen voor verzelfstandiging	143
Tabel 7.1:	De bedrijven voor de case-studies	177
Tabel 8.1:	Overzicht maatregelen operationele flexibiliteit	183
Tabel 8.2:	Overzicht maatregelen structurele flexibiliteit	186/8
Tabel 8.3:	Overzicht maatregelen strategische flexibiliteit	190
Tabel 8.4:	Overzicht beloningsmaatregelen	194
Tabel 9.1:	Verwachte ontwikkeling van de agency-kosten na een MBO gezien vanuit de invalshoeken beloning en taakverdeling in de besluitvorming	212

Prestatieverbetering na Management Buy-Out

	Inhoudsopgave	pagina
1	Inleiding en probleemstelling	1
1.1	Waar richt deze studie zich op en waarom?	1
1.2	Aanleiding tot de studie en doelstelling	3
1.3	De probleemstelling en uitwerking	6
1.4	Samenvatting	10
2	Definitie, afbakening en het concern als ontstaansbron	
2.1	Inleiding	12
2.2	Definities Management Buy-Out	12
2.2.1	Samenvatting en conclusie	16
2.2.2	Keuze MBO-definitie	16
2.3	MBO en verzelfstandiging: een verdere afbakening	19
2.4	Het concern	22
2.4.1	Strategische heroriëntatie	25
2.4.2	Transactiekosten en coördinatiekosten	28
2.4.3	Voorbeelden	29
2.5	Samenvatting	31
3	Een overzicht van de Management Buy-Out in Nederland 1980-1990	
3.1	Inleiding	32
3.2	Aantallen	32
3.3	Trends	39
3.3.1	Redenen: van defensief naar offensief	39
3.3.2	Bedrijfstakken: van industrie naar dienstverlening en handel	42
3.3.3	Financiering: toenemend aanbod van 'venture capital'	44
3.4	Verwachtingen	46
3.5	Conclusies	50
4	Empirisch onderzoek naar het ontstaan van MBO's en de economische prestatieverbetering	
4.1	Inleiding	53
4.2	Een overzicht van onderzoek naar economische prestaties	54
4.3	Conclusies	62
4.4	Onderzoek van Wright en Coyne	64
4.4.1	Inleiding	64

4.4.2	Economische prestaties	64
4.4.3	Achtergrond van de toegenomen economische prestaties	65
4.4.4	Kwaliteit van het management	67
4.4.5	Financiering van de MBO	69
4.4.6	Economische levensvatbaarheid van de MBO	74
4.4.7	Conclusies	75
4.5	Onderzoek van Kieschnick naar het ontstaan van MBO's	76
4.5.1	Inleiding	76
4.5.2	De hypothesen	79
4.5.2.1	De transactiekosten-hypothese	79
4.5.2.2	De belasting-hypothese	80
4.5.2.3	De overname-beschermingshypothese	82
4.5.2.4	De hypothese van de vrije kasstroom	84
4.5.2.5	De hypothese van de inadequate managementbeloning	87
4.5.2.6	De hypothese van de waardeverschuiving	90
4.5.2.7	De hypothese van de inadequate leverage	91
4.5.2.8	De arbitrage-hypothese	92
4.5.2.9	Conclusies	93
4.6	Onderzoek van Kaplan	95
4.6.1	Inleiding	95
4.6.2	Hypothesen	97
4.6.3	Onderzoeksresultaten	98
4.6.4	Conclusies	101
4.7	Onderzoek van Singh	102
4.7.1	Inleiding en hypothesen	102
4.7.2	Onderzoeksresultaten	102
4.7.3	Conclusies	103
4.8	Samenvatting onderzoeksresultaten	104
5	Financiële ratio's van Nederlandse MBO's en branchegemiddelden (Empirisch onderzoek deel I)	
5.1	Inleiding	107
5.2	Onderzoeksgegevens	108
5.3	De respons en de non respons	109
5.4	De financiële ratio's	110
5.5	Resultaten	113
5.6	Stelselwijziging	120
5.7	Conclusies	121

6	Een additionele verklaring voor de verbeterde economische prestaties (Empirisch onderzoek deel II)	
6.1	Inleiding	125
6.2	Het onderzoek van de Nationale Investeringsbank N.V. (1985)	127
6.3	Economische prestaties	131
6.4	Mogelijke verklarende factoren	134
6.5	Uitkomsten associatietest Management Buy-Outs (doelgroep)	143
6.5.1	Inleiding	143
6.5.2	Werkwijze	143
6.5.3	Opzetten nieuwe diensten	145
6.5.4	Veranderingen in marketing-instrumenten	145
6.5.5	Bedrijfseconomische veranderingen	145
6.5.6	Organisatorische veranderingen	146
6.5.7	Flexibiliteit	147
6.5.8	Motivatie	148
6.5.9	Overnamebescherming	149
6.5.10	Redenen voor een MBO	149
6.6	Uitkomsten associatietest Investors Buy-Outs (controlegroep)	151
6.6.1	Opzetten nieuwe diensten	151
6.6.2	Veranderingen in marketing-instrumenten	152
6.6.3	Bedrijfseconomische veranderingen	152
6.6.4	Organisatorische veranderingen	152
6.6.5	Flexibiliteit	153
6.6.6	Motivatie	153
6.6.7	Overnamebescherming	154
6.6.8	Redenen voor een IBO	154
6.7	Verklaring van de verschillen tussen MBO's en IBO's	155
6.7.1	Opzetten nieuwe diensten	155
6.7.2	Veranderingen in marketing-instrumenten	156
6.7.3	Flexibiliteit en economische prestaties	156
6.7.4	Organisatorische veranderingen	158
6.7.5	Overnamebescherming	159
6.7.6	Redenen voor verzelfstandiging	160
6.8	Flexibiliteit als bepalende factor: enkele conclusies	161
7	Onderzoekopzet case-studies (Empirisch onderzoek deel III)	
7.1	Inleiding	166
7.2	Aard van het onderzoek	167
7.3	Bouwstenen onderzoek	168
7.3.1	Flexibiliteit	170
7.4	Onderzoeksvragen	172
7.5	Onderzoeksmethode	177

7.6	MBO case-studies: de uitgangssituatie	180
8	Resultaten case-studies	
8.1	Inlciding	182
8.2	Operationele flexibiliteit	183
8.3	Structurele flexibiliteit	185
8.4	Strategische flexibiliteit	189
8.5	Beloning	192
8.6	Conclusies	195
9	De agentschapsrelatie als verklaringsbron voor prestatieverbetering?	
9.1	Inlciding	197
9.2	De agency-theorie	199
9.3	MBO case-studies: een vergelijking	202
	9.3.1 Geldelijke beloning	202
	9.3.2 Besluitvormingsproces	203
9.4	Analyse	206
	9.4.1. Beloningsstructuur	206
	9.4.2 Voorlopige conclusie	208
	9.4.3 Besluitvormingsproces	209
	9.4.4 Voorlopige conclusie	210
9.5	Samenvatting en conclusie	212
10	Bevindingen en conclusies	
10.1	Inlciding	215
10.2	Bevindingen en conclusies	215
10.3	Waar de MBO-onderneming zich van andere ondernemingen onderscheidt: een conceptueel model	221
10.4	Slotopmerkingen	226
	10.4.1 Duur van het succes	226
	10.4.2. Deelname in het eigen vermogen	228
	Bijlage 1 hoofdstuk 5: toetsingstabel financiële ratio's	230
	Bijlage 2 hoofdstuk 5: informatie uit de balans en resultatenrekening	232
	Bijlage hoofdstuk 6: kruistabellen Fisher Exact Probability Test	233
	Bijlage hoofdstuk 8: de case-studies	244
I	De management buy-out van trailerverhuurbedrijf TIP Europe plc	244
II	De management buy-out van mengvoederbedrijf UT-Delfia b.v.	273

III	De management buy-out van drukkerij Boekhoven-Bosch b.v.	317
De inhoudsopgave van de case-studies:		
1	Inleiding	
2	De historie	
3	De uitkoopprijs en uitgangspunten van de MBO	
4	Economische prestaties voor en na MBO	
4.1	Branchevergelijking	
5	Vergroting van de flexibiliteit naar buiten en naar binnen	
5.1	De strategische flexibiliteit	
5.2	De structurele en operationele flexibiliteit	
5.3	De beloning	
6.	Conclusie	
	Aangehaalde literatuur	360
	Summary	371

1 Inleiding en probleemstelling

1.1 Waar richt deze studie zich op en waarom?

Dit proefschrift gaat over de economische prestaties na de management buy-out (MBO) en beoogt de volgende doelen. Ten eerste een bespreking van de ontwikkeling van de MBO in Nederland gedurende de periode 1980-1990. Ten tweede empirisch te onderzoeken hoe de economische prestaties van Nederlandse MBO's zich verhouden ten opzichte van de branchegemiddelden. Ten derde een analyse van de verklaringen die voor het succes van de MBO in de empirische literatuur worden aangetroffen. Ten vierde na te gaan welke additionele verklaring de uitkopende directieleden en financiers van Nederlandse MBO's geven voor de verbeterde economische prestaties van hun bedrijf. Ten vijfde de formulering van hypothesen die voor de empirische toetsing van deze additionele verklaring kunnen worden gebruikt. En ten zesde een analyse van de agentschapsrelatie tussen uitkopend management-personeel als plausibele verklaringsbron voor de verbeterde economische prestaties na de afsplitsing.

In het begin van de tachtiger jaren krijgt de MBO vooral betekenis als desinvesteringsoptie voor concerns. De optie is vooral te danken aan de recessie waardoor menig concern in financiële problemen kwam en gedwongen werd gezonde respectievelijk ongezonde dochtermaatschappijen af te stoten. Na de recessie, te rekenen vanaf einde 1982, verandert de MBO als desinvesteringsoptie in defensieve zin geleidelijk van karakter en wordt meer en meer een instrument om gediversifieerde concerns actief te herstructureren (de zogenaamde offensieve MBO's).

Ziet het moedermanagement de MBO als desinvestering, het zittende dochtermanagement beschouwt de mogelijke uitkoop daarentegen als een investering. De uitdaging om een eigen bedrijf te kopen en de zorg voor de continuïteit van het bedrijf zijn voor deze groep managers veel voorkomende motieven. In deze studie gaat het over bedrijfsonderdelen uit een concern die door middel van een MBO op eigen benen komen te staan. Het zijn dus verzelfstandigingen die tot stand zijn gekomen door middel van een MBO, waarbij organisatorische wijziging optreedt en de eigendom van het bedrijfsonderdeel geheel of gedeeltelijk (dochterbedrijf) overgaat in handen van het zittende management. In hoofdstuk 2 komen we terug op de definities en het onderscheid tussen defensieve en offensieve MBO's.

In het algemeen kwalificeert men het economisch prestatieniveau van bedrijven die door middel van een MBO uit concerns zijn verzelfstandigd als gunstig. In sommige gevallen is er zelfs sprake van spectaculaire verbetering, een enkele keer vallen de prestaties tegen. Winstcijfers die na de MBO oplopen met 25% zijn geen uitzondering. Uit een onderzoek van de Nationale Investeringsbank (NIB 1985, p. 5-8.) blijkt, dat van de 29

ondervraagde directies van MBO's uit de periode 1980-1985, er 22 (circa 70%) zichzelf veel gezonder achten dan destijds in concernverband. Wij vinden deze uitkomst van belang omdat, gelet op de moeilijk toegankelijke informatie, in onze ogen vooral directies van dochterbedrijven na een MBO in staat zijn een vergelijking te maken met de prestaties van het bedrijf toen het nog in concernverband opereerde. Eén op de vier bedrijven is na de MBO er niet gezonder op geworden. In die gevallen was de MBO vaak afgedwongen. Als criteria voor de mate van gezondheid c.q. meetpunten voor de economische prestaties hebben wij voor de financiële ratio's gekozen, omdat deze maatstaven door financiers, managers, personeel en overheidinstellingen algemeen zijn geaccepteerd (Foster 1986 p. 2).

Als vanzelfsprekend dringt zich het vermoeden op dat de MBO met de verbeterde economische gezondheid van de onderneming te maken heeft. Op welke wijze echter hiervan invloed uitgaat op de economische prestaties van het bedrijf wordt door ons in deze studie nader onderzocht. Daarbij bouwen wij voort deels op bestaande onderzoeksresultaten van anderen, deels op eigen case-studies en jaarverslagen-onderzoek¹.

Over mogelijke oorzaken van de economische prestatieverbetering komen wij in de literatuur uiteenlopende beweringen tegen. Sommige auteurs geven als reden voor de betere economische prestaties, afgemeten aan het rendement op eigen vermogen, het beter benutten van fiscale aftrekmogelijkheden in vergelijking tot de periode voor de MBO. Hogere rentelasten en afschrijvingsbedragen veroorzaken lagere winsten zodat lagere vennootschapsbelasting moet worden betaald. Met betere economische prestaties wordt in dit verband bedoeld de rendementen die de financiers en het management met behulp van de MBO op hun investering realiseren. De belasting wordt als het ware doorgeschoven in de vorm van vergoeding aan de nieuwe eigenaren en vreemd vermogensverschaffers van de onderneming. Dit argument staat bekend als de belastinghypothese (Lowenstein 1985, p. 730; 1986 p. 151-152).

Anderen attenderen op de substitutie van een flinke portie eigen vermogen door vreemd vermogen na de MBO, waardoor beter dan voorheen de leencapaciteit kan worden benut en de aandeelhouders kunnen profiteren van de 'winst' op het vreemde vermogen indien de rentabiliteit op het totale vermogen groter is dan de vergoeding aan de vreemd vermogensverschaffers. De literatuur duidt dit argument voor de verklaring van de verbeterde economische prestaties aan met de leverage-hypothese (Jensen 1986, p. 323).

Dezelfde auteur wijst evenwel ook op de toegenomen motivatie bij het management en personeel om op creatieve wijze na de MBO bronnen voor cash flow aan te boren. Dit als gevolg van deelname in het eigen vermogen door de betrokken managers, van een sterke monitoring van de resultaten door een selecte groep financiers en van een toenemende druk op aflossing en rentebetaling vanwege de vergrote component vreemd vermogen in

¹ Voor het eerste deel van het empirisch onderzoek in deze studie is gebruik gemaakt van de jaarverslaggegevens van 73 MBO's uit de databank van Graydon Nederland BV. Voor het tweede deel van het integrale databestand van het onderzoek naar de motieven en ervaringen van 49 verzelfstandigde ondernemingen, uitgevoerd in opdracht van de Nationale Investeringsbank N.V.

de ondernemingsfinanciering. Deze argumentatie staat bekend als de *reduced-agency-cost* of verbeterde *incentive- en efficiency-hypothese* (Jensen 1986, p. 323; 1988 p. 21). Laatstgenoemde verklaring acht de waardecreatie volledig afhankelijk van het management en personeel en niet van de prijs of de belastingtechnische constructies van de MBO. Een geheel andere verklaring voor de verbeterde economische prestaties baseert zich op de al dan niet bewust laag gehouden marktwaarde van het bedrijf. De koper, in dit geval het management, betaalt een lagere prijs voor de onderneming dan het geval zou zijn geweest indien koper en verkoper over dezelfde informatie met betrekking tot de sterke en zwakke kanten van de onderneming zouden beschikken. Deze zogenaamde *informatie-asymmetrie* tussen beiden leidt tot onderwaardering van de onderneming. Kernpunt in deze redenering is dat het management als koper over meer en betere informatie beschikt dan het moedermanagement als verkoper. Het management weet als geen ander wat de onderneming kan en niet kan, waardoor een lagere prijs wordt betaald dan de onderneming in werkelijkheid waard is. De marktwaarde na de MBO kan snel opgekrakt worden zodra het dochtermanagement zelfstandig gaat opereren. Deze hypothese heet de *informatie-asymmetrie hypothese* ofwel het *underpricing* argument (Kaplan 1989, p. 219).

Andere auteurs schrijven de betere economische prestaties toe aan diep ingrijpende reorganisaties die voor een deel samenvallen met de MBO. Dit argument staat bekend als de *value transfer van de werknemers* (Shleifer en Summers 1986, p.461-488 en Sliepenbeek 1988a, p. 7) via sanering van het personeelsbestand en loonsverlaging naar de nieuwe eigenaren. Een variant hierop is de *value transfer van vreemd vermogensverschaffers* naar de nieuwe eigenaren. Na de MBO kent de onderneming een hoger risicoprofiel waardoor het vreemd vermogen in waarde daalt.

Interessante (deel)verklaringen, die elkaar niet wederzijds behoeven uit te sluiten. Een combinatie ervan kan bij een MBO van toepassing zijn. De belastinghypothese, de leverage-hypothese en de informatie-asymmetrie hypothese hebben alle drie gemeen dat zij geen significante waardecreatie toeschrijven aan operationele verbeteringen na de MBO. Waarde wordt volgens deze hypothesen veroorzaakt door belastingbesparing, door overheveling van 'winst' op het vreemd vermogen naar de aandeelhouders en door ondergewaardeerde activa.

In deze studie wordt de hypothese van waardecreatie door het management na een MBO (de verbeterde incentive en efficiency-hypothese) onderzocht. Rivaliserende verklaringen voor deze hypothese worden op grond van bestaand empirisch onderzoek op hun mérites beoordeeld.

1.2 Aanleiding tot de studie en doelstelling

De aanleiding om verder onderzoek te doen naar de waardecreatie door het management na MBO vormt de eerdergenoemde publikatie van De Nationale Investeringsbank N.V. uit

1985 (verder aangeduid met het NIB-onderzoek). Het legt de basis voor een eerste toetsing van samenhang tussen de verbeterde economische prestaties en de na de MBO aangebrachte operationele, organisatorische en strategische aanpassingen.

Meer dan de helft (circa 54%) van het totale personeel (35.000) dat bij verzelfstandiging door middel van een buy-out was betrokken gedurende de periode 1977-1985, is vertegenwoordigd in de steekproef van het NIB-onderzoek. Uit oogpunt van personeelsvertegenwoordiging kan bovengenoemd onderzoek representatief worden geacht voor de Nederlandse populatie MBO's (n=116) tussen 1977 en 1985.

In dit inventariserende onderzoek wordt aangegeven hoe managers/eigenaren denken over het proces van verzelfstandiging en over de gevolgen ervan. Het bevat een interessante opsomming van feiten en meningen die deels van evaluerende en deels van registrerende aard zijn. In het NIB-onderzoek komen zaken aan de orde als de ontstaansgeschiedenis van de MBO, d.w.z. het eigenlijke MBO-proces waarin de onderhandelingen tussen moeder en dochter centraal staan, een inventarisatie van de economische resultaten en de aangebrachte operationele en organisatorische aanpassingen. De studie is een momentopname met betrekking tot de aard en omvang van de economische prestatieverbetering tot uitdrukking komend in cijfers over de omzet, het marktaandeel, de netto winst, het rendement op het eigen vermogen en het eigen vermogen als percentage van het balanstotaal.

De vraag of er een verband kan worden gelegd tussen de economische resultaten-verbetering en de in die bedrijven gerealiseerde bedrijfseconomische c.q. organisatorische veranderingen, komt in genoemd onderzoek niet aan de orde. Dit is begrijpelijk want de uitkomsten van het onderzoek steunen het beleid ten aanzien (potentiële) MBO kandidaten door de NIB. De constatering dat de verzelfstandigde ondernemingen het er kennelijk niet zo slecht vanaf hebben gebracht, is in eerste instantie voldoende geruststellend. Informatie over wie MBO-financiering verschaffen en hoe de klanten denken over de kwaliteit van de financiële dienstverlening, vereisen, in tegenstelling tot de vraag naar de oorzaken van de verbeterde economische prestaties, geen nadere analyse en verklaring van de in 70% van de gevallen opgetreden prestatieverbetering. Wij stellen ons die vraag naar aanleiding van de NIB-onderzoeksresultaten wel. Kort geformuleerd komt de vraag erop neer of er sprake is van een groep samenhangende variabelen die de aard en omvang van de economische prestaties na de MBO (kunnen) verklaren.

Bij de tot nu toe verschenen literatuur over Nederlandse MBO's bevindt zich geen studie die de bronnen van economische prestatieverbetering na de MBO empirisch onderzoekt. Dit onderzoek tracht deze leemte op te vullen door achtereenvolgens aandacht te besteden aan de duurzaamheid van de economische resultaten in vergelijking met de branche en de verklaringen die uitkoperende directieleden geven aan de verbeterde economische prestaties.

Aangezien het NIB-onderzoek een eenmalige momentopname is, verricht in de zomer van 1985 bevat het geen longitudinale gegevens over de ontwikkeling van bedrijfsresultaten verkregen via opeenvolgende metingen, gekoppeld aan beschrijvingen van economische

condities en organisatorische kenmerken. Aan de hand van het onderzoek kan niet worden vastgesteld of de gerapporteerde prestatieverbetering van structurele of van slechts tijdelijke aard is. Een jaarverslag-onderzoek gericht op een vergelijking van twee, drie respectievelijk vier opeenvolgende balansen en resultatenrekeningen onder kleine en grote MBO's, kan ons op dit punt meer inzicht verschaffen. Dit eerste deel van het empirisch onderzoek heeft als doel na te gaan of op basis van analyse van jaarverslaggegevens inzicht kan worden verkregen in de aard van de prestatieverbetering na de MBO en hoe de betekenis ervan ten opzichte van branchegemiddelden moet worden gezien.

Het tweede deel van het empirisch onderzoek richt zich op de additionele verklaring van uitkopende directieleden. Het is gebaseerd op een heranalyse van de oorspronkelijke data uit de NIB-studie (1985). Dit deel van het onderzoek verkent de aanwezigheid van een mogelijke samenhang tussen de verbeterde economische prestaties en operationele c.q. organisatorische aanpassingen. Op basis van een statistische test uitgevoerd bij 29 MBO's en 20 investors buy-out's (IBO's), worden de antwoorden van economisch succesvolle en economisch niet succesvolle MBO's respectievelijk IBO's met elkaar vergeleken. Daarna vindt de vergelijking plaats tussen de scores van succesvolle MBO's met die van succesvolle IBO's. Met deze additionele verklaring beogen wij een nadere uitwerking van de door Kaplan en Singh opgestelde financieel-economische verklaring voor de toegenomen economische prestaties na de MBO. Het biedt inzicht in de soort van interventies die het management na de MBO uitvoert.

In het derde deel van het empirisch onderzoek wordt de geassocieerde samenhang tussen verbeterde economische prestaties en toegenomen flexibiliteit met behulp van een drietal case-studies verder uitgediept om beter uitgekristalliseerde hypothesen te kunnen formuleren ter toetsing van die samenhang. De case-studies laten zien welke rol de door managers/eigenaren doorgevoerde aanpassingen spelen. Tevens worden de bevindingen met betrekking tot de structurele flexibiliteit en de beloning uit de case-studies gebruikt voor analyse van de agentschapsrelatie tussen uitkopend management-personeel na een MBO. Wij gaan na of deze relatie een plausibele verklaringsbron is voor de prestatieverbetering.

Naast de wetenschappelijke relevantie van een aanvullende verklaring voor de waardecreatie na MBO, kan deze studie ons inziens van praktische betekenis zijn voor het management en de financier betrokken bij een MBO. De waarnemingen van de uitkopende directieleden die ervaring hebben met belangrijke veranderingen en weten wat de mogelijkheden zijn voor een succesvolle aanpassing van het bedrijf aan de veranderde omstandigheden na een MBO, kunnen inzicht verschaffen hoe op succesvolle wijze aan het ondernemen en besturen van een bedrijf na afsplitsing uit een concern gestalte wordt gegeven. Door het actievere beleggingsbeleid van banken en participatiemaatschappijen zullen deze financiers hierin meer geïnteresseerd zijn omdat zij meer betrokken willen worden bij de ondernemingen waarin zij investeren.

1.3 De probleemstelling en uitwerking

De probleemstelling voor onze studie valt in de vijf groepen deelvragen uiteen:

- a. Hoe heeft het aantal MBO's in ons land zich tussen 1980-1990 jaar ontwikkeld? Wat zijn de oorzaken van de geconstateerde toename? Vinden er meer of minder van dit soort transacties plaats vergeleken met naburige landen?
- b. Hoe verhouden de economische prestaties van Nederlandse MBO's zich ten opzichte van de branchegemiddelden? Zijn de economische prestaties van Nederlandse MBO's beter of slechter?
- c. Hoe hebben de economische prestaties van de MBO's zich ontwikkeld vergeleken met de periode toen zij nog deel uitmaakten van een concern? Wat zijn de oorzaken van de geconstateerde verbetering? Welke verklaringen kunnen hiervoor in de empirische literatuur worden gevonden en gelden die ook voor ons land?
- d. Welke factoren hanteren Nederlandse managers die hun bedrijf door middel van een MBO uit een concern hebben verzelfstandigd in hun verklaring van de verbeterde economische prestaties na de MBO? Is hiertussen een samenhang te ontdekken? Kennen zij aan de verklarende factoren dezelfde gewichten toe als de bij de MBO betrokken financiers?
- e. Op welke wijze leveren de interventies van het management na de MBO een bijdrage aan de verbeterde economische prestaties van het afgesplitste bedrijf? Welke hypothesen kunnen wij hierover formuleren ter toetsing van de samenhang tussen verbeterde economische prestaties en toegenomen flexibiliteit. Welke rol spelen mogelijk de veranderde agentschapsrelaties tussen management/eigenaar en personeel hierbij?

De samenhang tussen deze deelvragen zien wij als volgt: de eerste vraag stelt het ontstaan, de omvang en de ontwikkeling van het verschijnsel MBO aan de orde; de tweede vraag gaat na of de economische prestaties van Nederlandse MBO's zich onderscheiden van de branchegemiddelden; de derde vraag zet de verklaringen uit de empirische onderzoeken voor de toegenomen economische prestaties op een rij; de vierde vraag onderzoekt bij managers, die zelf een MBO uitvoerden, in welke mate zij bepaalde factoren belangrijk vinden voor de verklaring van de verbeterde resultaten voor hun bedrijf na de MBO en of financiers hierover hetzelfde oordelen. Dit vormt enerzijds input voor hypothesevorming over concrete interventies van het management die de toegenomen economische prestaties na de MBO kunnen verklaren en anderzijds levert het gegevens voor nadere analyse van de agentschapsrelatie tussen uitkopend management en personeel na de afsplitsing.

De probleemstelling werken wij hieronder nader uit en wel zodanig dat iedere stap in de uitwerking gepaard gaat met een verwijzing naar het desbetreffende hoofdstuk.

Na de inleiding en de probleemstelling uit *hoofdstuk 1* gaan wij in *hoofdstuk 2* eerst in op gangbare definities uit de literatuur over MBO's. Wij geven in het kort aan welke definitie onze voorkeur heeft. Verder bakenen wij in dit hoofdstuk het onderzoeksterrein voor onze studie nader af, teneinde verwarring te voorkomen met andere benamingen die in het kader van het uitkopen van ondernemingen gebruikt worden, zoals 'leveraged buy-out', 'going private' transactie, 'employee buy-out', 'spin out' en 'investors buy-out'. Tevens bespreken wij vanuit een bestuurlijke invalshoek enige oorzaken waarom vele concerns in moeilijkheden zijn geraakt.

In *hoofdstuk 3* schetsen wij voornamelijk op basis van de publikaties uit Het Financieele Dagblad voor de periode 1980-1990 per bedrijfstak hoeveel MBO's in Nederland hebben plaatsgevonden en welke redenen voor deze transacties werden opgegeven. In het kort wordt de historische ontwikkeling geschetst waartegen de MBO's in Nederland moeten worden gezien. De door ons gevonden aantallen vergelijken wij met de door het Centre for Management Buy-Out Research te Nottingham (Groot-Brittannië) verzamelde gegevens voor andere West-Europese landen. Daarbij gaan wij in op enkele trends die in de ontwikkeling van de MBO's te onderkennen zijn en vermelden tevens welke geldswaarden met de totale MBO-markt in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten zijn gemoeid. Wij besluiten het overzicht van de MBO in Nederland met een beschouwing over de rol van het MBO-fenomeen in de negentiger jaren.

In *hoofdstuk 4* zal eerst aan de hand van bestaand onderzoek (zie tabel 4.1) nagegaan worden of de economische prestaties van ondernemingen na verzelfstandiging beter zijn dan ervoor. Daarna zullen de in de empirische onderzoeken genoemde verklaringen voor de geconstateerde prestatieverbetering na MBO worden gepresenteerd (Wright en Robbie 1991, p. 111-p.114; Kieschnick 1987, p. 15 e.v.; Kaplan 1989, p. 227-254; Singh 1990, p. 114-129). Geconcludeerd kan worden dat met name financiële verklaringen voor het economisch succes van de verzelfstandigingen domineren en dat de drijvende kracht hierachter gezocht wordt in de interventies van het uitkopend management om na de MBO de bedrijfsvoering te verbeteren en de activa te herstructureren. Nagegaan wordt of deze verklaringen ook kloppen voor de Nederlandse situatie.

Vervolgens wordt commentaar gegeven op de tot nu toe verschenen studies. Dit commentaar spitst zich toe op de volgende twee punten.

Ten eerste ontbreekt een deugdelijke vergelijking tussen de economische prestaties van de branche-ondernemingen waar de verzelfstandigingen plaatsvinden en de MBO's.

Ten tweede wordt vastgesteld dat de studies geen inzicht verschaffen in de soort van interventies die door het uitkopend management in de praktijk na de MBO wordt uitgevoerd en wat de gevolgen hiervan zijn voor de organisatie en het personeel.

In *hoofdstuk 5* trachten wij het eerstgenoemde euvel te ondervangen door een onderzoek

te presenteren die wij onder 73 MBO's uit Nederlandse concerns (n=215) hebben gehouden. Dit deel van het onderzoek gaat na of de MBO's economisch beter presteren dan de branche waarvan zij deel uitmaken. Inzicht hierin doet het belang van onderzoek naar de verklarende factoren sterk toenemen, zowel uit oogpunt van ondernemerschap om waarde te scheppen als van de financiers om de resultaten hiervan te kunnen beoordelen, gegeven hun rendementseisen.

Op grond van een zelf ontwikkelde databank, waarin de Nederlandse verzelfstandigde bedrijven tussen 1980-1990 zijn opgenomen, zijn de bedrijven geselecteerd. Gelijkelijk verdeeld over een groep kleine en een groep middelgrote en grote ondernemingen, die hun jaarverslag deponeren bij de Kamers van Koophandel. Uit deze geselecteerde groep bedrijven zijn twee praktisch even grote groepen samengesteld waarvan de ontwikkeling van de economische resultaten over een periode van respectievelijk twee, drie en vier opeenvolgende jaren wordt gevolgd aan de hand van rentabiliteits-, liquiditeits-, solvabiliteits- en activiteitsratio's. Deze zijn samengesteld op basis van gegevens uit de balans en resultatenrekening van gedeponeerde jaarrekeningen en worden vergeleken met de branchegemiddelden².

Uit het onderzoek blijkt dat de groep middelgrote en grote MBO's significant vaker een hogere rentabiliteit op het eigen respectievelijk het totale vermogen vertoont dan de branche en tevens in vergelijking hiermee een betere cashflowratio realiseert. Voor de groep kleine MBO's kunnen geen voor meer jaren achtereenvolgende reeksen significant positieve verschillen ten opzichte van de branchegemiddelden worden geconstateerd. Toch doen deze ondernemingen het beslist niet slechter dan het gemiddelde van de branche.

In hoofdstuk 6 gaan wij in op de interventies door het uitkopend management en presenteren wij onze bevindingen na een statistische bewerking van de uitkomsten van het NIB-onderzoek. Hiermee trachten wij het laatstgenoemde euvel weg te nemen van een ontbrekend inzicht in de interventies van het uitkopend management na een MBO.

Uit nadere analyse en statistische bewerking van de empirische gegevens uit het NIB-onderzoek en een vergelijking met een controlegroep blijkt dat de uitkopende directieleden aan factoren die zowel de flexibiliteit van de organisatie naar binnen als naar buiten bepalen, een sterke verklarende rol voor het economisch succes toeschrijven. De Fisher Exact Probability Test wijst op een significant verband tussen deze factoren. Ook blijken sommige motieven tot uitkoop en overnamebescherming positief te correleren met de verbeterde economische prestaties na de MBO. Dit in tegenstelling tot afsplitsingen uit concerns waarin het zittende management niet deelneemt in het eigen vermogen van de verzelfstandigde onderneming.

De NIB-studie wordt als databank gebruikt om de waardecreatiehypothese door het management in voorlopige zin te toetsen. Ze geeft richting aan de opzet van de case-studies die meer in analytische zin de waardecreatie na de MBO door het management

² Bron: Graydon Nederland B.V. en Statistiek Financiën van grote Ondernemingen 1977-1988.

onder de loupe te neemt. Aangezien in het NIB-onderzoek de non-respons circa 36 à 38% bedraagt bij de meer specifieke vragen over respectievelijk de toename van de netto winst, het rendement op het eigen vermogen en het eigen vermogen uitgedrukt in een percentage van het balanstotaal, is door ons in hoofdstuk 5 een met branchegemiddelden vergelijkend financieel ratio-onderzoek uitgevoerd onder 73 divisionele MBO's. Hierdoor werd voor dit hoofdstuk een meer betrouwbare basis verkregen om in statistische zin generaliseerbare uitspraken te doen over de succesvolle ontwikkeling van de economische prestaties voor ondernemingen na een MBO en de daaraan volgens de uitkopende directieleden en financiers ten grondslag liggende oorzaken. Op deze manier trachten wij de onvolledige meting van de economische prestaties van de MBO's uit de NIB-studie te compenseren en tevens, door de vergelijking met de branche in te bouwen, het gemis van een controlegroep-onderneming voor de case-studies op te heffen.

In *hoofdstuk 7* schetsen wij de onderzoeksopzet van de case-studies. Deze case-studies werken de geassocieerde samenhang verder uit tussen de verbeterde economische prestaties en de toegenomen flexibiliteit. In retrospectief verzamelen wij bij drie economisch succesvolle MBO's, zowel voor als na de afsplitsing, gegevens over de economische prestaties en over drie met elkaar samenhangende typen van flexibiliteit, namelijk operationele, structurele en strategische flexibiliteit. De gevolgen van de MBO voor deze typen flexibiliteit en de invloed ervan op de economische prestaties, vormen het terugkerend stramen voor de interviewvragen en de analyse van de bedrijfsdocumenten. De mening die de managers/eigenaren hieromtrent geven, vergelijken wij met die van de bij de MBO betrokken financier om te zien of deze met de zienswijze van het uitkopend management instemt. Op die manier identificeren wij factoren in bedrijfssituaties die de economische prestaties gunstig beïnvloeden en die verband houden met de MBO.

In *hoofdstuk 8* presenteren wij de resultaten van een drietal case-studies. Het verschaft een overzicht van maatregelen die op uiteenlopende gebieden voor het bedrijf door de nieuwe managers/eigenaren zijn genomen ter stimulering van de operationele, de structurele en de strategische flexibiliteit en een betere vorm van beloning. Wij gaan daarbij na welk gewicht aan de beschreven maatregelen in het kader van de verbeterde economische prestaties na de MBO door het uitkopend management en de bij de MBO betrokken financier wordt toegekend. Iedere factor wordt gewogen op een 5 puntschaal. Hiermee kunnen beiden aangeven hoe belangrijk zij een bepaalde factor vinden voor de verklaring van het economisch succes na de verzelfstandiging.

Op basis van onze bevindingen worden hypothesen geformuleerd ter empirische toetsing van de geassocieerde samenhang bij succesvolle MBO's tussen economische prestaties en flexibiliteit.

In *hoofdstuk 9* analyseren wij enige onderzoeksresultaten van de case-studies op het niveau van de (organisatorische) relaties tussen de managers/eigenaren en het personeel. Hiermee werken wij de samenhang nader uit tussen enerzijds de respectieve

veranderingen in het besluitvormingsproces als onderdeel van de structurele flexibiliteit en de geldelijke beloning en anderzijds de toegenomen economische prestaties. Dit doen wij met behulp van de agency-theorie. De inzichten die de analyse oplevert, worden gebruikt voor de beantwoording van de vraag of na de MBO de agency-kosten van de relatie management en personeel verminderen. Het doel van dit hoofdstuk is nagaan of na de afsplitsing van het moederbedrijf de agentschapsrelatie tussen uitkopend management en personeel perspectief biedt als een plausibele verklaringsbron voor de verbeterde economische prestaties. Of in de praktijk aan de toegenomen economische prestaties na een MBO werkelijk een bijdrage wordt geleverd door de veranderde agentschapsrelaties tussen uitkopend management en personeel, dient naar onze mening nader onderzocht te worden. Immers ook na de MBO blijft gelden dat management is "getting things done through others". Hierin speelt de relatie tussen de nieuwe eigenaren en het personeel die na de MBO gekenmerkt wordt door toegenomen flexibiliteit c.q. verbeterde beloningsprijkkels naar onze mening een cruciale rol.

In *hoofdstuk 10* geven wij eerst een opsomming van de bevindingen en conclusies uit de voorgaande hoofdstukken. Daarna schenken wij aandacht aan de vraag wat nu specifiek is voor een MBO en niet geldt voor andere ondernemingen. Deze inzichten brengen wij onder in een conceptueel model. Wij bestrijden de gedachte dat een MBO een panacee is voor allerlei kwalen.

1.4 Samenvatting

Deze studie tracht na te gaan hoe de MBO zich in ons land de afgelopen tien jaar (1980-1989) heeft ontwikkeld. Na een bespreking van de definitie, wordt ingegaan op oorzaken voor het ontstaan van MBO's, op aantallen, trends en verwachtingen.

Empirisch onderzoek uit de Verenigde Staten en Groot-Brittannië naar de ontwikkeling van de economische prestaties na de MBO in vergelijking tot de periode voor de afsplitsing, levert een overwegend gunstig oordeel op. Het meeste onderzoek betreft slechts een beperkte periode van 1 jaar voor en 1 à 2 jaar na de transactie en schiet tekort voor een oordeel op langere termijn. Ter verklaring van de verbeterde economische prestaties, passeren een tweetal, elkaar op één punt uitsluitende verklaringen, de revue. De ene verklaring benadrukt de waardecreatie door het management; de andere acht de interventies van het management ter creatie van waarde niet van belang. De eerste verklaring wordt in deze studie aan een nader onderzoek onderworpen, omdat de huidige studies geen inzicht verschaffen in de concrete veranderingen die in de organisatie en de bedrijfsvoering als gevolg van de MBO zijn aangebracht en in de gevolgen ervan voor de economische prestaties.

In de schaarse Nederlandse studies naar de prestaties van MBO's ontbreekt een zich over verscheidene jaren uitstrekkende vergelijking met de branche, alsmede empirisch

gefundeerde verklaringen voor de in vele gevallen opgetreden toename van de economische prestaties. Om een indicatie te verkrijgen of Nederlandse MBO's ook betere economische prestaties vertonen dan de branchegemiddelden, wordt een ratio-analyse onder een groep kleine en grote MBO's uitgevoerd.

Vervolgens vragen wij ons af hoe het komt dat Nederlandse ondernemingen die via een MBO uit een groter geheel verzelfstandigen dikwijls tot betere economische prestaties komen dan ervoor. Met behulp van statistische bewerking van de onderzoeksuitkomsten van de NIB-studie (1985) zijn wij voor economisch succesvolle MBO's nagegaan of aan de prestatieverbetering een voor de MBO specifieke groep samenhangende operationele c.q. organisatorische variabelen ten grondslag ligt. De met de Fischer Exact Probability Test verkregen associatieve samenhang werken wij verder uit door middel van een drietal case-studies. Hiermee trachten wij ons een scherper beeld te vormen hoe de waardecreatie na verzelfstandiging door middel van een MBO door het management wordt benut en formuleren hypothesen ter verdere empirische toetsing van de waardecreatiehypothese.

Tenslotte analyseren wij aan de hand van de gegevens uit de case-studies of na de afsplitsing van het moederbedrijf de agentschapsrelatie tussen uitkopend management en personeel perspectief biedt voor een verklaring van de verbeterde economische prestaties.

2 Definitie, afbakening en het concern als ontstaansbron

2.1 Inleiding

Voordat wij in hoofdstuk 3 een overzicht geven van de MBO in Nederland, schenken wij eerst aandacht aan de vraag wat onder een MBO moet worden verstaan. De volgende vragen komen daarbij aan de orde: wat zijn de kenmerken van MBO's? leidt een MBO vanzelfsprekend tot verzelfstandiging? wat zijn de oorzaken waarom MBO's uit concerns voortkomen?

Het doel van dit hoofdstuk is het begrip MBO voor ons onderzoek nader te definiëren en af te bakenen, zodat geen verwarring ontstaat met andere benamingen die in het kader van het uitkopen van ondernemingen worden gebezigd, zoals 'leveraged buy-out', 'going private', 'employee buy-out', 'spin out' en 'investors buy-out'. Hiertoe bespreken wij een aantal definities van diverse auteurs in 2.2 en geven na vergelijking in 2.2.2 aan voor welke definitie wij kiezen. In 2.3 bakenen wij het door ons gebruikte begrip MBO verder af. In 2.4 bespreken wij eerst de (vermeende) voordelen die met de organisatievorm concern behaald kunnen worden, daarna besteden we in 2.4.1 aandacht aan de oorzaken waarom concerns werden gedwongen sommige produktmarkt-combinaties in de vorm van MBO's af te stoten. De daar gepresenteerde beschouwing over strategische heroriëntatie is gebaseerd op bestuurlijke / organisatorische argumenten en toont het feilen aan van een ongelimiteerd geloof in het hiërarchiemechanisme binnen een concern. In 2.4.2 vindt een korte bespreking plaats van de transactie- en coördinatiekosten die als verklaring wordt gebruikt. In 2.4.3 volgen enige voorbeelden van concerns die in moeilijkheden zijn geraakt.

2.2 Definities Management Buy-Out

Webb geeft als één van de eerste auteurs in 1985 in zijn boek "Management Buy-Out, a guide for the prospective entrepreneur", op pagina 2 een omschrijving van de MBO:

The purchase of a firm or some of its assets, by an individual or management team which typically works for the firm. Usually the management team secures voting control of the new organisation. Usually too, most of the finance is secured on the assets or on the equity value of the new organisation, but these conditions are not mandatory."

Met de toevoeging "which typically work for the firm" sluit Webb management teams uit die van buiten de onderneming bij de MBO-transactie betrokken zijn. Als extern management het bedrijf los van de moeder als 'going concern' voortzet spreken wij in

zo'n geval liever van een 'management buy-in' (MBI) (zie 2.3). Ook de in de definitie genoemde elementen als zeggenschap op basis van de meerderheid der stemgerechtigde aandelen, de financieringsmethoden en de fasering van de uitkoop uit het moederbedrijf zijn kennelijk niet standaard en kunnen diverse vormen aannemen zonder dat de term MBO verandert of aanpassing behoeft. Het enige dat met zekerheid gesteld kan worden volgens Webb is dat na de MBO *"the organisation is run as a going concern, or at least a strong attempt is made to do so"*.

Bij een MBO wordt, na de goedkeuring van de concerndirectie voor verzelfstandiging (desinvestering), formeel in opdracht van leden van het zittende management team een het onderdeel uit een concern juridisch en bestuurlijk losgemaakt. Dit hoeft niet te betekenen dat het initiatief tot uitkoop ook van hen is uit gegaan. Doorgaans worden zij hierbij geholpen door een bank of een selecte groep externe nieuwe aandeelhouders. Het zittende management koopt de onderneming met de intentie deze voor eigen rekening en risico voort te zetten los van het moederbedrijf.

Van een MBO is volgens Van Hoorn e.a. (1986, p.5) pas sprake *"als het zittende management het door hen geleide bedrijf of onderdeel van een bedrijf met eigen geld en/of met in privé opgenomen leningen koopt van het moederconcern."*

Herst (1990, p.9) wijst er terecht op dat lang niet bij alle MBO's alle directieleden meedoen. Hij acht het daarom beter om te spreken van *"leden van het zittende management."*

In de meeste gevallen beschikt het management over te weinig eigen middelen om de MBO te financieren. Volgens het NIB-onderzoek (1985) kent 41% van de 49 MBO-ondernemingen financieringsperikelen. In hun toelichting op de definitie stellen Van Hoorn e.a. als eis dat het zittende management een *"aanzienlijk deel"* van het aandelenkapitaal van de onderneming verwerft, dan wel een *"goede kans"* maakt bij de realisering van de verwachte (geprognoseerde) resultaten een aanzienlijk deel daarin te verkrijgen. In de definitie van Van Hoorn vallen kennelijk MBO's met een meerderheids- en een minderheidsbelang van het management.

Niet duidelijk is wat onder de aanduiding 'aanzienlijk deel van het aandelenkapitaal' moet worden verstaan. Betreft de aanduiding bijvoorbeeld 50% of 75% deelname in het eigen vermogen of is 10 à 25% ook nog voldoende om van een aanzienlijk deel te kunnen spreken?

De Amsterdamse Investeringsbank (1990, p.6) is in haar definitie heel stellig hierover en stelt als eis dat voor een MBO het zittende management een belang van minimaal 50% in het aandelenkapitaal verwerft in het door hen geleide bedrijf of bedrijfsonderdeel. Kok en Van der Meijden (1991, p.229) stellen zelfs als eis dat het management na de uitkoop een 100%-belang in het geplaatste aandelenkapitaal van de onderneming moet bezitten. Chiplin, Coyne en Wright (1988, p.32) stellen een meerderheidsdeelname verplicht, maar geven hiervoor geen percentages. Hun definitie luidt:

" The transfer of ownership of a firm, whereby the incumbent senior management, taking the initiative, acquire a majority equity stake, having previously held none or very

little".

Een element dat terecht in hun definitie is opgenomen en bij andere auteurs ontbreekt, is dat het uitkopend management voor de MBO-transactie geen of weinig aandelen in de onderneming mag bezitten. Hiermee wordt tot uitdrukking gebracht dat leiding en eigendom voor de MBO zijn gescheiden en na de MBO in één hand komen. Het typeert ons inziens de motiverende werking die van de (mede)eigendom uitgaat voor het management van de onderneming waaraan men leiding geeft. In hoofdstuk 4 bij de bespreking van de empirische onderzoeken, komen wij hierop terug.

Tegen het element 'initiatief' uit hun definitie maken wij echter bezwaar. Uit onderzoek van de NIB (1985) blijkt dat het initiatief voor een MBO niet noodzakelijk ligt bij het uitkopend management. De beslissing tot het losmaken van de onderneming uit het moederbedrijf kan bij het concernmanagement heel gevoelig liggen, waardoor het moeilijk voorspelbaar is of het dochtermanagement er goed aan doet ten behoeve van een MBO het voortouw te nemen. Het initiatief kan daarom net zo goed van de beleggers of van de verkoper (het moederbedrijf) komen. Een recent voorbeeld waarin een sectordirecteur er niet in slaagde de concernleiding voor zijn verzelfstandigingsplannen door middel van een MBO te winnen en daarmee eigenlijk zijn ontslag bewerkstelligde, betreft de automatiseringsbedrijven van de Internatio Müller Groep (Het Financieele Dagblad, 27-4-1991).

Naast Van Hoorn e.a. blijven ook andere auteurs vaag over de omvang van het aanzienlijk belang dat het management dient te nemen om van een MBO te kunnen spreken. Zo definieert Van Gool (1986, p.252) een MBO *"als de verwerving van de gehele of gedeeltelijke eigendom en daarmee van de zeggenschap en voortzetting door veelal dezelfde leiding van zelfstandige ondernemingen, of van bedrijfsonderdelen of dochterondernemingen van concerns of conglomeraten."*

Ook deze auteur neemt de onduidelijkheid wat onder een gedeeltelijke verwerving van de eigendom moet worden verstaan niet weg. Bovendien introduceert hij een andere onduidelijkheid met de passage "veelal dezelfde leiding" in zijn definitie over de MBO. Wordt daaronder het zittende management begrepen aangevuld met management van buiten de onderneming? Indien externe managers domineren dan spreken wij in navolging van de Angelsaksische literatuur liever van een MBI.

Sman (1987, p.26-34) betreft in zijn definitie, evenals Van Hoorn e.a. in de toelichting vermelden, nadrukkelijk de mogelijkheid tot het opbouwen van een meerderheidsbelang door het uitkopende management. Hij vindt dat de term MBO van toepassing is *"in alle gevallen waarin het management van een onderneming betrokken is bij de verwerving van een controlerend belang van die onderneming. Strikt genomen is de term echter slechts van toepassing in die gevallen waarin het management ook een aanzienlijk gedeelte van de financiering voor zijn rekening neemt."*

De auteur acht de kans klein dat het management over voldoende contanten beschikt om

de uitkoop te financieren, maar stelt evenals de Van Dien-groep (1987) de verwerving van het controlerend belang centraal. Wat daaronder precies moet worden verstaan is niet duidelijk. Ook reikt hij geen maatstaf aan voor de bepaling van de aanzienlijke deelname in het eigen vermogen door het uitkopend management team.

Ook in de handleiding voor het verzelfstandigen van ondernemingen, vervaardigd door de Van Dien groep (1987, p.25) treffen wij dezelfde vaagheid aan over de omvang van het controlerend belang, de bedoelde deelname in het eigen vermogen door het management. De Van Dien-groep definieert de MBO als *"een overgang van het eigendom van een onderneming of een te verzelfstandigen gedeelte of onderdeel daarvan naar het zittende management, waarbij het management een controlerend belang verwerft. Indien het zittende management geen controlerend belang in de nieuwe onderneming verwerft, dan spreekt men van een buy-out."*

Is de basis op grond waarvan bepaald wordt of het zittende management over een controlerend belang beschikt, de meerderheid der stemgerechtigde aandelen, de zogenaamde 'voting control'? Voor een dergelijke constructie pleit Van Buitenen (1991, p.8), wanneer hij stelt dat in het geval dat de directie een minderheidsaandeel in het eigen vermogen verwerft, de zeggenschap over de onderneming voor haar kan worden behouden door de beschikking over prioriteitsaandelen waaraan het stemrecht is gekoppeld. De prioriteitsaandelen geven de extra zeggenschap, zonder dat het management een meerderheidsbelang heeft.

Op grond van enkele waarnemingen (zie de case-studies in hoofdstuk 8 over de MBO van TIP Europe plc en de MBO van Boekhoven-Bosch b.v.), in gevallen waarin het management een minderheidsaandeel bezit, kan gesteld worden dat het niet over prioriteitsaandelen beschikt, maar over gewone aandelen. Soms wordt het management door de financiers in de gelegenheid gesteld, indien de financiële prognoses over cash flow en winst gerealiseerd worden, het (gewone) aandeel in het eigen vermogen geleidelijk op te voeren. In andere gevallen is er geen sprake van een dergelijke regeling. In beide situaties komen de aandeelhouders overeen, dat niemand van de beleggers een meerderheidspakket van aandelen opbouwt en dat los van de verdeling van de aandelenpakketten een bepaling in het koopcontract wordt opgenomen, waarin de aandeelhouders met het management overeenkomen in principe geen zeggenschap over de onderneming uit te voeren, anders dan in de (nood)gevallen die specifiek staan omschreven. Blijkbaar achten de beleggers het niet reëel op de stoel van de manager/eigenaar te gaan zitten en houden zij een vinger aan de pols via hun recht op benoeming van commissarissen. Het zittende management wordt door hen *onmisbaar* geacht voor de toekomstige economische prestaties van de onderneming. Om die reden vinden wij het onjuist om zoals in de definitie van de Van Dien-groep gebeurt, alleen over een MBO te spreken in gevallen waarin het management over de meerderheid van de stemgerechtigde aandelen beschikt. Ook in het geval dat het uitkopend management dit niet heeft en over een minderheidsaandeel beschikt, blijven zijn kwaliteiten en motivatie van het allergrootste belang om de onderneming na uitkoop te laten renderen. De opbouw

van een aanzienlijk deel in het eigen vermogen van de onderneming, hangt af van de mate waarin de voorspelde cash flows gerealiseerd worden. Als zekerheid hierover bij de financiers staat of valt met de kwaliteit van de manager/eigenaar of van het management team, zal zij er op staan dat het management financieel participeert in de uitkoop door een substantiële deelname in het eigen vermogen van de desbetreffende onderneming. Op die manier bindt zij de managers en verlaagt daarmee de risico's van de investering. De binding zal zodanig moeten zijn dat het management niet bij de eerste tegenslag het voor gezien houdt. Hiermede dient in onze definitie rekening gehouden te worden.

2.2.1 Samenvatting en conclusie

De MBO-definities van Van Gool, Van Hoorn, Sman en Webb laten zowel ruimte voor een minderheidsaandeel als voor een meerderheidsaandeel van het management. De definities van de Van Dien groep, Chiplin en die van Wright en Coyne reserveren de term MBO voor een door het management met een meerderheidsbelang gefinancierde transactie, maar laten de omvang ervan in het midden. De definities van de Amsterdamse Investeringsbank en Kok en Van der Meijden spreken respectievelijk van een "minimaal 50%-belang" en van een "100%-belang". Zowel Sman als de Van Dien-groep benadrukken het controlerend belang, doch het is onduidelijk wat de auteurs daarmee bedoelen.

Soms houdt men liever vast aan een juridisch sluitende definitie van eigendom op basis van meerderheid van stemgerechtigde aandelen met het voorbijgaan aan de mogelijkheid voor het uitkopend management om in de loop van de tijd een meerderheidsbelang te verwerven. Immers meerderheidsdeelnemingen door het uitkopend management komen evenveel voor als minderheidsdeelnemingen (NIB 1985, p.22).

Op grond van bovenstaande bespreking, concluderen wij dat in de MBO definities een norm voor de deelname in het eigen vermogen door het uitkopend management ontbreekt. Ook de manier waarop de zeggenschap in geval van minderheidsdeelname over de onderneming is geregeld, blijft buiten de definities. De juridische eigendom van de gekochte onderneming op basis van een meerderheidsbelang van het management levert geen dekkend criterium op dat rekening houdt met het feit dat in de praktijk het management dikwijls geen meerderheid van de stemgerechtigde aandelen weet te verwerven.

2.2.2 Keuze MBO-definitie

Ter voorkoming van bovengenoemd tekort dient volgens ons de deelname in het eigen vermogen door leden van het zittend management *vooral* gezien te worden vanuit de

financiële positie van de betrokken manager. Door financiers wordt dit aspect van persoonlijke financiële afhankelijkheid van de economische prestaties van de onderneming juist van het allergrootste belang geacht bij het laten doorgaan van de transactie. Volgens ons is de aanzienlijke deelname pas als substantieel te beschouwen als door het beslag op het persoonlijke vermogen (welke ontstaat door de deelname met eigen geld en/ of in privé opgenomen leningen) het management met 'handen en voeten' gebonden wordt aan het bedrijf, zodat hij of zij een belangrijke prikkel voelt om zich voor (meer dan) 100% in te zetten voor het bedrijf. Een substantiële deelname in het eigen vermogen van een onderneming hoeft nog niet te betekenen substantieel ten opzichte van het bedrijfsvermogen. In dit laatste geval ontstaat dan een situatie dat het management formeel niet de volledige juridische eigendom verwerft. Toch kan het management in het algemeen zelfstandig opereren, wanneer met de beleggers een 'gentlemen's agreement' wordt overeengekomen dat zij niet op de stoel van het management gaan zitten.

In onze optiek is het dus niet noodzakelijk dat het management na de MBO 'voting control' heeft, dat wil zeggen de onderneming bestuurt en beheerst op basis van een meerderheid van de stemgerechtigdheid. Belangrijk is dat het management 'management control' heeft. Hiermee bedoelen wij dat het management de onderneming kan beheersen op basis van kennis van de branche en het bedrijf en beschikt over bewezen managementvaardigheden en -ervaring in de uitgekochte onderneming. Maar met 'management control' uit hoofde van de functie en in het verleden bewezen prestaties alleen, komt geen enkele MBO van de grond. De zekerheid dat het management bij een MBO de daadwerkelijke leiding heeft over de onderneming, is kennelijk voor de financiers die betrokken zijn bij de MBO-transactie niet genoeg. Een substantiële deelname in het aandelenkapitaal is essentieel om het uitkopend management vanuit zijn inkomenspositie gezien extra aan te sporen de verzelfstandigde onderneming succesvol te leiden. Door de MBO verdwijnt c.q. vervaagt de scheiding tussen leiding en eigendom in het desbetreffende bedrijf.

Omdat MBO's uit diverse bronnen voort kunnen komen, bijvoorbeeld uit beursgenoteerde bedrijven, uit gefailleerde bedrijven en uit familiebedrijven en derhalve niet tot verzelfstandiging leiden (zie tabel 2.1), concentreren wij ons in dit onderzoek op de verzelfstandiging van divisionele MBO's, d.w.z. directie-uitkopen voortkomend uit concerns. Dit blijkt uit onderstaande definitie over de divisionele MBO:

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 en dat het moederbedrijf al of niet gedwongen wil afstoten, door in de ogen van de financiers substantieel deel te nemen in het eigen vermogen teneinde het bedrijf(sonderdeel) zelfstandig voort te zetten.

Een MBO heeft volgens ons betrekking op de gehele of gedeeltelijke eigendoms-overdracht van een onderneming aan één of meer personen van het zittende management.

Het koopt hierin aandelen, terwijl het die voorheen niet of in zeer geringe mate bezat. De participatie van het uitkopend management in het eigen vermogen van de onderneming is substantieel in termen van de persoonlijke investering die het voor de MBO transactie moet doen. Het management is hierdoor met handen en voeten gebonden aan de onderneming waarover het zeggenschap uitoefent op basis van (mede)eigendom en 'management control'. Een meerderheid der stemgerechtigde aandelen is hiervoor geen vereiste.

Uit de definitie kan geen algemeen bedrag worden afgeleid dat de substantiële deelname vertegenwoordigt. Voor de ene manager is bij f 100.000,= sprake van volledig beslag op privé-middelen, voor de ander is dit het geval bij f 500.000,=. De omvang moet echter substantieel zijn gelet op het beslag op het privé inkomens- en vermogenspositie dat door de deelname voor de betrokken manager ontstaat en dat wordt op deze manier in de definitie ingebracht. Dat dit in veel definities niet wordt gedaan vinden wij verwonderlijk. Uit de toelichting op de begripsomschrijving die Herst (1990, p.12) hanteert, blijkt dat deze auteur met bovenstaande toevoeging wel rekening heeft gehouden. Naast de eis dat het controlerend belang dusdanig van aard dient te zijn dat dit het uitkopend management in staat stelt daadwerkelijk de leiding over het bedrijf te voeren, wijst Herst er op dat de deelname in het eigen vermogen van de onderneming substantieel moet zijn in termen die wij hierboven aangaven. Deze tweeledigheid benadrukt enerzijds het belang van leidinggeven vanuit de functie en anderzijds het financieel eigen belang dat het uitkopend management heeft bij goede ondernemingsresultaten. De scheiding tussen eigendom en leidinggeven vervaagt c.q. verdwijnt.

Uit bestudering van de literatuur over MBO's blijkt namelijk dat door praktisch alle auteurs als kern van de MBO wordt beschouwd de motivatie van de nieuwe managers/eigenaren, die door de opheffing van de scheiding tussen leiding en eigendom nieuwe impulsen geeft aan het ondernemen. Ter illustratie hiervan volgen een tweetal citaten, één uit de academische wereld en één uit de praktijk van de Amerikaanse buy-outs:

Coyne en Wright (1985, p. 2) brengen hun mening over de betekenis van de MBO's in Groot-Britannië als volgt onder woorden:

"The essential difference between the bought out company before and after is the extent to which the ownership and all the motivational consequences which flow from it, have been put firmly together."

Kohlberg (in: Crawford, 1987, p. 12), één van de drie topmanagers van een in buy-outs gespecialiseerde beleggingsmaatschappij, genaamd Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR), koper van ondermeer RJR Nabisco, stelt :

"But what we never should forget is that the whole emphasis on management involvement and motivation is at the heart of this, and it is not a fad".

2.3 MBO en verzelfstandiging: een verdere afbakening

In onze studie richten wij ons op MBO's van bedrijven uit concerns door leden van het zittend management team, eventueel met financiële steun van anderen, waarbij de banden met het moederbedrijf direct dan wel in fasen worden doorgesneden. Zie in tabel 2.1 het gearceerde gebied.

<i>verandering in eigendom en zeggenschap</i> <i>organisatorische ontvlechting</i>	Koop door leden zittend management (eventueel financieel gesteund door anderen)	Koop door anderen
geen: bedrijf is en blijft zelfstandig	<ul style="list-style-type: none"> • familiebedrijf: opvolgingsuitkoop • beursgenoteerd bedrijf: going private 	<ul style="list-style-type: none"> • beleggers: investors buy-out (IBO) • personeel: employee buy-out (EBO) • extern management: management buy-in (MBI)
wel: bedrijf wordt ontvlochten uit concern	<ul style="list-style-type: none"> • dochterbedrijf: verzelfstandiging (MBO) 	<ul style="list-style-type: none"> • verzelfstandiging van dochterbedrijf d.m.v. IBO/EBO/MBI

Tabel 2.1: Organisatorische ontvlechting en verandering van eigendom

Door middel van deze tabel die wij, zij het in gewijzigde vorm aan Annink (1990, p.10) ontlenu, trachten wij de positie van deze groep MBO's ten opzichte van andere soorten buy-outs duidelijk te maken.

In ons onderzoek gaat het om MBO's die tegelijkertijd verzelfstandigingen zijn. Zoals uit voorgaand schema blijkt, kan het begrip verzelfstandiging niet als synoniem voor MBO doorgaan. Een MBO van een reeds zelfstandig bedrijf leidt niet tot verzelfstanding en verzelfstandiging vindt niet altijd plaats door een MBO. Hieronder lichten wij dit kort toe. Als bijvoorbeeld een familiebedrijf wordt verkocht aan managers van het tweede echelon van het desbetreffende bedrijf dan wordt weliswaar de transactie een MBO genoemd, maar na de transactie behoeft de onderneming niet zelfstandiger te gaan functioneren qua beleid en uitvoering dan voorheen. Dit in tegenstelling tot de MBO's van dochterondernemingen uit concerns die wij in deze studie bestuderen. Uiteraard kan de nieuwe manager/eigenaar intern ondernemerschap bij het personeel meer bevorderen dan

de vorige eigenaar. Daardoor kunnen deels dezelfde effecten optreden als in geval van verzelfstandiging door middel van een MBO. In de literatuur wordt over "*verzelfstandiging*" gesproken als een onderdeel van een organisatie uit een concerngroep van ondernemingen juridisch en bestuurlijk wordt losgemaakt, hetzij door het zittende management, hetzij door een groep externe nieuwe aandeelhouders. Indien wij spreken over *verzelfstandiging* in deze studie dan bedoelen wij verzelfstandiging door middel van een *MBO van bedrijven uit een concern*. Dit houdt in dat de onderneming, veelal met steun van financiers, daadwerkelijk door leden van het zittende management wordt gekocht en in tegenstelling met de periode voor de MBO volledig haar eigen boontjes moet doppen. Ook het onderzoek van de NIB richt zich op deze verzelfstandigingen. In de mate van verflechting bestaan verschillen tussen concerns afhankelijk van de wijze waarop het dochterbedrijf verticaal of horizontaal was geïntegreerd in het moederbedrijf. In het algemeen kunnen wij stellen dat het desbetreffende bedrijf een periode van afhankelijkheid van de financiële- en organisatorische infrastructuur van het moederbedrijf afsluit. In tegenstelling tot vroeger, toen de moeder vele zaken voor haar dochtermaatschappij regelde, moet het nu voor allerlei taken zelf te zorgen, zoals de pensioenen, de verzekeringen, de financiering, de marketing, het personeelsbeleid etc. Voor verzelfstandiging door middel van een MBO is dus noodzakelijk: gehele of gedeeltelijke eigendomsoverdracht aan leden van het zittend management en organisatorische ontvlechting. Verzelfstandiging in onze studie wordt opgevat als organisatorische verzelfstandiging.

Wordt bijvoorbeeld aan een externe groep nieuwe aandeelhouders het onderdeel van een concern verkocht, dan spreken wij van een "*investors buy-out*" (IBO). Het onderdeel wordt uit het concern ontvlochten en als zelfstandige onderneming door de nieuwe eigenaren voortgezet, zonder dat het zittende management de (gedeeltelijke) eigendom over de onderneming verkrijgt door een substantiële deelname in het eigen vermogen van de desbetreffende onderneming.

Wanneer meer managers uit de onderneming in het eigen vermogen van de uit te kopen onderneming participeren, spreken wij eveneens van een MBO. Ook wanneer door het personeel onder het middenkader wordt meegedaan.

Wanneer alleen het uitvoerend personeel daarentegen een meerderheid in het aandelenkapitaal verwerft, dient de term MBO veranderd te worden in "*employee buy-out*" (EBO).

Indien zittende managers samen met managers van buiten de dochteronderneming de onderneming uitkopen, dan heet de verzelfstandiging "*buy-in management buy-out*" (BIMBO). Komt het management geheel van buiten de onderneming en koopt het de onderneming uit dan heet de uitkoop "*management buy-in*" (MBI).

Voorals in de USA zijn de zogenaamde "*going private*" -transacties populair, waarbij de

bestaande, dikwijls zeer verspreide groep aandeelhouders van een ter beurze genoteerde onderneming, wordt uitgekocht door (een groep) managers van de betrokken onderneming, meestal financieel gesteund door specialisten op het gebied van de buy-outs. De externe aandeelhouderspositie wordt verruild voor een interne aandeelhouderspositie. De beursnotering van de aandelen wordt na de uitkoop beëindigd en dikwijls wordt de open vennootschap omgezet in een besloten vennootschap. In Nederland komen dergelijke transacties slechts sporadisch voor, in Engeland (CMBOR, 1989, p.20) zijn tot nu toe slechts 19 van dergelijke buy-outs gesignaleerd, terwijl in Amerika (Jensen, 1989, p.65) het aantal 'going private' transacties tussen 1979-1988 circa 500 beloopt³. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat in Nederland door managers en beleggers nog weinig gebruik wordt gemaakt van de mogelijkheid om het eigen vermogen van de onderneming te vervangen door vreemd vermogen, de zogenaamde 'leveraged' financiering. Bovendien zijn door de beschermingsmaatregelen de kansen om tussen de beurswaarde en de 'break-up value' (de waarde die de onderneming in de ogen van de kopers werkelijk waard is) succesvol te arbitreran bijzonder klein. Omdat het management substantieel deelneemt bij de uitkoop behoren de 'going privates' tot de categorie *management buy-outs*.

Verkoopt de moeder het bedrijf aan het dochtermanagement, maar behoudt zij een meerderheidspakket van aandelen in het bedrijf, dan spreekt men niet meer van een MBO maar van een '*spin out*'. Het accent ligt voor de moeder bij een dergelijke verzelfstandiging niet zozeer op desinvestering maar op investering, hetgeen ten opzichte van een MBO precies het tegenovergestelde is. Door het zelfstandig ondernemen los van de moeder, verkrijgt het bedrijf echter vergelijkbare impulsen als het uitkopen management bij MBO's.

Als alternatief (aanloop) voor een verkoop van het bedrijfsonderdeel kunnen concerns besluiten hun dochtermaatschappijen intern te verzelfstandigen. Voorbeelden hiervan zijn Wolters Kluwer N.V. en Philips N.V. die respectievelijk de boekhandeldivisie en het cateringbedrijf hun eigen boontjes lieten doppen. Door bijvoorbeeld de profit center gedachte door te voeren verkrijgt het management verregaande operationele, organisatorische en strategische bevoegdheden op alle functionele gebieden, met uitzondering van de financiering. Er vindt geen eigendomsoverdracht van het concernmanagement aan leden van het zittend management plaats, terwijl wel de voordelen van het transparanter maken van de interne coördinatiekosten (bijvoorbeeld de overhead) worden bereikt.

Als de MBO-transactie met relatief veel geleend geld is gefinancierd, d.w.z. dat de beleggers deelnemen in het eigen en in het vreemd vermogen en bovendien in sommige gevallen de participatie in het eigen vermogen door het management financieren, dan wordt in de literatuur gesproken over de zogenaamde "*leveraged buy-out*" (LBO). Maar

³ Het aantal 'divisional buy-outs' bedraagt circa twee maal zoveel, te weten 1020. Bron: W.T. Grimm, *Mergerstat Review* 1988.

zelden bezit in Nederlandse MBO's het management 100% van de aandelen (Bruining, 1991, p.23-63). De mate waarin geleend geld voor de financiering van de transactie wordt aangewend, is bepalend voor het etiket LBO. "In a leveraged buy-out, a company is acquired in a transaction financed largely by borrowing. Ultimately, the debt is to be paid with money generated by the acquired company's operations or by sales of its assets" (Crawford 1987, p.1).

Ter verkrijging van enige indicatie omtrent het verschil in aanwending van vreemd vermogen tussen een LBO en een MBO raadplegen wij Crawford (1987, p.42 e.v.). Deze auteur noemt in zijn onderzoek naar de financiële structuur van LBO's enige cijfers over de relatieve omvang van het vreemd en het eigen vermogen. Zo blijkt de gemiddelde omvang van het vreemd vermogen uitgedrukt in een percentage van de koopprijs zo'n 84% te bedragen, terwijl het eigen vermogen slechts 12% van de koopprijs beslaat. Het resterende gedeelte bestaat uit kasmiddelen ('cash in company').

Uit de studie van de NIB (1985), betrekking hebbend op dezelfde tijdperiode waarin de door Crawford bestudeerde LBO's plaatsvonden, blijkt dat de MBO's in Nederland lang niet zo'n hoge 'leverage' kennen als in Amerika. Het aandeel van het eigen vermogen in de financiering van de transactie belooft bij 25 van de 35 MBO's meer dan 25 à 30%. De meerderheid van de LBO's die in de Verenigde Staten plaatsvonden, waren zonder of met beperkt onderpand. Het bleek alleen mogelijk volledig met onderpand te lenen als de koper onvoldoende eigen vermogen kon inbrengen of wanneer de marktwaarde van de onderneming de liquidatiewaarde benaderde. Dit betrof dan in beginsel slecht draaiende ondernemingen. In de loop van de begin jaren tachtig werd door consortia van banken, verzekeringsbedrijven en LBO fondsen steeds meer LBO-financieringen toegepast, als de bedrijven in kwestie maar goede cash flow prognoses toonden. Deze dienen om de leningen af te lossen en de solvabiliteit te verbeteren. Wij moeten wel bedenken dat leverage alleen mogelijk is als de uit te kopen onderneming een deugdelijke solvabiliteit heeft. Nederlandse beurs NV's bleken vergeleken bij de Verenigde Staten een lagere ratio EV/VV te bezitten. Gemiddeld schommelden de ratio's in de periode 1965 en 1983 voor beursgenoteerde Nederlandse NV's tussen 25% en 40%, terwijl voor de Verenigde Staten dit percentage tussen de 40% en 60% bedroeg (Bron: CBS, Statistiek van balans en resultatenrekening beurs NV's 1977). Wellicht schuilt hierin een verklaring waarom de Nederlandse MBO's, vanwege een beperkte leverage in de financiering van de uitkoopprijs, in het spraakgebruik doorgaans niet worden aangeduid met de term LBO. In theorie kunnen zij daarentegen in ons land heel goed voorkomen. Wij spreken dan van een Management Leveraged Buy-Out.

2.4 Het concern

Een concern is te beschouwen als een organisatie, die opgebouwd is uit een aantal min of meer zelfstandige ondernemingen, die onder het gezag staan van een centrale organisatie en waarbij de jaarlijks behaalde ondernemingswinsten geheel of in belangrijke mate

toekomen aan deze centrale organisatie (Kuyper, 1985 p.7). Uit deze omschrijving blijkt dat de dochter per definitie als onderdeel van het concern niet zelfstandig is als gevolg van een door de centrale (moeder of holdingmaatschappij) opgelegde autoriteitsstructuur en/of organisatievorm. Doch in principe bestaat de mogelijkheid dat de dochter zelfstandig op de markt opereert. Bepalend voor de besturing en beheersing van het concern door de moeder is dat de jaarwinsten van de dochter geheel of in belangrijke mate aan de moeder ten goede komen. Dikwijls komt het voor dat de dochters een mono-produktonderneming zijn waarvan de moeder alle aandelen bezit. Ook kunnen binnen concerns weer kleinere concerns voorkomen. In de holding vinden geen activiteiten in de operationele sfeer plaats.

Tot enige jaren geleden werden concerns beschouwd als de meest solide pijlers van het bedrijfsleven. Dit was gebaseerd op de veronderstelde risico-spreiding door diversificatie en op de grote economische macht die men aan de concerns toeschreef, waardoor deze in staat zouden zijn om grotere voordelen te behalen dan andere organisatievormen. Deze voordelen zouden volgens Daems (1977, p.1-49) dan voornamelijk gevonden moeten worden in:

1. de *operationele* sfeer aan de input, output en de technologische kant. De belangrijkste voordelen zijn te behalen door bijvoorbeeld een gemeenschappelijke inkoop, waardoor een besparing van inkoopkosten kan worden gerealiseerd; voordelen aan de verkoopkant, gezamenlijke marketing en distributie, complementaire producten; interne levering met gegarandeerde kwaliteit en leveringsdata, waardoor optimaal de produktiekapaciteit kan worden bepaald. En 'last but not least' de voordelen van het bereiken van optimale schaalgrootte voor de productie-activiteiten.
2. de *financiële* sfeer, zoals de interne financiële markten en bij de verwerving van financiële middelen. Door de cash flows af te stemmen, kunnen te lenen en/of te beleggen financiële middelen tot een minimum beperkt worden. Tevens kan, in geval het concern een multinationale onderneming is, door een centrale kas het valuta-risico beperkt worden. Andere financiële voordelen van concerns zijn:
 - in-huis verzekering;
 - lagere kosten van het aantrekken van financiële middelen;
 - behalen van oligopolie- of monopolievoordelen door het uitschakelen van imperfecte markten waarop het aan informatie ontbreekt om bijvoorbeeld een juiste prijs vast te stellen en/ of waarbij geen of slechts gebrekkige concurrentie is. Door deze markten te internaliseren worden de kosten van informatieverwerving, kwaliteitsbewaking en leveringsgaranties bespaard en kunnen de bovengenoemde voordelen worden binnengehaald.

- fiscale voordelen wegens rente-af trek doordat sterk gediversificeerde concerns gekenmerkt worden door een hoge financiële 'leverage' (Melicher and Rush, 1974, p. 141-149); verder kunnen nog fiscale voordelen worden verkregen door het verwerven via acquisities van compensabele verliezen.
 - voordelen door risicospreiding omdat enerzijds het concern bepaalde risico's met betrekking tot de onzekerheid in levering, kwaliteit en marktprijs beheersbaar maakt en anderzijds het concern door haar grootte enkele projecten met grote risico's aan kan gaan. Het kan als het ware de risico's over de hele organisatie spreiden.
 - investeringsvoordelen op basis van 'inside information' van de dochter-ondernemingen, waarmee niet alleen het aantal investeringsmogelijkheden wordt vergroot maar tevens de selectie van de beste alternatieven bereikbaar is.
3. de *bestuurlijke* sfeer; als één van de drijfveren voor concernvorming wordt het overschot aan bestuurlijke capaciteit genoemd (Robinson 1934, p.242-257). Aangezien deze ondeelbaar is zal het alternatief zijn uitbreiding van het concern (in horizontale, verticale of conglomerate diversifiërende zin), hetzij door zelf activiteiten te starten of door acquisities. Voordeel dat het concern hierbij heeft, is dat eigen management kan worden ingezet in de overgenomen bedrijven. Voor minder goed geleide bedrijven betaalt het concern bovendien minder dan voor goed geleide bedrijven.
- Een ander voordeel op het bestuurlijke vlak wordt gevormd door het benutten van de bestuurlijke capaciteiten van het concernmanagement aan de top en het instellen van een administratief management bij de dochters. Dit impliceert centrale besturing van de dochter, omdat het dochtermanagement ondernemingscapaciteiten mist of de uitoefening ervan onthouden wordt.
4. in de *technische en ondersteunende staf*-sfeer worden voordelen verkregen door onderlinge informatie- en expertise-uitwisseling ten opzichte van de concurrentie. Vanwege de schaalgrootte bijvoorbeeld kunnen specialisten van verschillende elkaar aanvullende disciplines worden aangetrokken zoals bijvoorbeeld: opleidings-, milieu- en veiligheidsspecialisten en technisch en financieel specialisten. Ook kan hierdoor sneller kostbare apparatuur aangeschaft worden, bijvoorbeeld voor elektronische gegevensverwerking, meetapparatuur en proefinstallaties voor onderzoek en ontwikkeling. De informatievoordelen vloeien met name voort uit het feit dat de (geheime) informatie verworven bij de ene dochter snel verspreid kan worden naar de anderen. Zo kan 'inside information', waarvan geheimhouding essentieel is om te voorkomen dat andere ondernemingen daarmee voordeel zouden kunnen behalen, snel en effectief benut worden.

5. in de sfeer van de *interne arbeidsmarkt*: jobroulatie (interne opleiding), het bieden van carrièremogelijkheden voor potentiële managers, (re-)allocatie van de managers en stafspecialisten.

De hierboven genoemde voordelen maken de dochters *afhankelijk* van het totale concernverband. Zij leveren daarbij hun eigen flexibiliteit en de mogelijkheid om zelfstandig op de markt te opereren voor een gedeelte in. De operationele afhankelijkheid neemt toe naarmate er geen goed functionerende markt is voor de tussenprodukten. De financiële afhankelijkheid hoeft de dochters niet te belemmeren in hun onafhankelijk functioneren, maar geeft wel meer aandacht aan de moeder, die hiervan gebruik zal maken. Tevens wordt het financiële risico van de dochter gekoppeld aan het financiële risico dat het concern in zijn totaliteit loopt. Iedere dochter heeft dus een zeker belang bij een goed functioneren van het concern. Verwacht mag worden dat de dochters hoge eisen stellen aan de besturing van het concern. De moeder heeft daarbij de (delicate) taak om de belangen van de dochters op juiste wijze te behartigen, die door de onderlinge afhankelijkheden tegenstrijdige belangen kunnen hebben.

2.4.1 Strategische heroriëntatie

Tijdens de recessies van de begin tachtiger jaren, veroorzaakt door een verdrievoudiging van de olieprijs in 1973 en een verdubbeling in 1979, bleken sommige grote concerns wel degelijk in ernstige financiële problemen te kunnen komen. De meeste concerns ontkwamen in de jaren zeventig niet aan de algemene neergaande conjuncturele tendens veroorzaakt door hoge inflatie, stijgende rentestanden en stagnerende wereldhandel. Hierdoor liepen de financieringskosten voor de ondernemingen hoog op en wegens de stagnatie van de wereldhandel konden de kosten niet in de verkoopprijzen worden doorberekend. De bedrijfswinsten als percentage van de verkopen verslechterden sterk en bovendien bleven zowel de volumegroei als het rendement op het geïnvesteerde kapitaal onder de maat (De Jong 1988, p. 2). Intern brachten de concerns studies op gang om hun strategieën te heroverwegen. Deze resulteerden veelal in keuzen voor de productie- en verkoopactiviteiten die goede winsten genereerden, waaruit gemakkelijk de ondersteunende overhead kon worden betaald en waarvan vaststond dat het concern in de toekomst zowel de kwaliteit van de produkten en diensten als de winst kon verbeteren. Dochtermaatschappijen die in de ogen van het concernmanagement dit perspectief niet konden bieden, behoorden vanaf dat moment tot de zogeheten 'non core business'.

Dat de voordelen van concernvorming in vele gevallen niet meer opwogen tegen de nadelen (kosten van coördinatie en beoordeling), kan naar onze mening verklaard worden uit het feit dat de concernleiding niet in staat is geweest om tijdig de concernorganisatie aan te passen. Op deze plaats besteden wij enige aandacht aan de oorzaken waarom het

concernmanagement er niet in slaagde de organisatie(structuur) snel aan te passen aan de veranderde omgevingsomstandigheden. Wij besteden hieronder aandacht aan een organisatorische verklaring en zien af van psychologische verklaringen. De laatste is veelal gebaseerd op de theorie van de cognitieve dissonantie (Festinger 1957, p.2) en houdt in dat de concernleiding afziet van een snelle beslissing om onvoldoende renderende activiteiten af te stoten vanwege de gepercipieerde tijdelijkheid van het dal waarin men zich bevindt en dat de keer ten goede zich binnen afzienbare tijd zal aandienen (het zogenaamde "hockeystick-effect").

De besturing en beoordeling bij concerns betreft niet alleen de productieprocessen zoals bij gewone ondernemingen, maar ook de combinatie van die productieprocessen om de voordelen van diversificatie zo goed en efficiënt mogelijk te behalen. Het besturings- en beoordelingsproces kan centraal worden uitgevoerd als het concern zich in een stabiele, voorspelbare omgeving bevindt, waarin zich geen trendbreuken met betrekking tot de informatiewaarde van de gegevens voordoet. Doordat alleen op centraal niveau een volledig overzicht bestaat op het gehele concerngebeuren, is dit in principe de ideale situatie om de operationele-, bestuurlijke-, financiële-, en stafvoordelen van concernvorming optimaal te benutten. Door de stabiele omgeving (d.w.z. dat de veranderingen in de omgevingsvariabelen hooguit trendmatig zijn; de voorspelbaarheid is relatief groot) kan ook de stafondersteuning bij de dochters goed worden gepland, zodat centralisatie van stafdiensten bij uitstek mogelijk is.

Het is voor het concern van levensbelang dat zij de voordelen van concernvorming goed in het oog houdt. Daartoe dient zij de (extra) kosten die zij voor de dochter maakt af te wegen tegen de voordelen. Het is echter heel goed mogelijk dat de voordelen door *turbulentie* verloren gaan, bijvoorbeeld doordat er een markt voor tussenproducten ontstaat, of doordat het complementaire karakter van producten verdwijnt.

Bij een toenemende diversificatie en complexiteit van de omgevingsfactoren zelf, nemen de verschillen in taken en afhankelijkheden bij de dochters drastisch toe, waardoor de complexiteit van de omgeving van het concern eveneens toeneemt. Centrale informatieverwerking, -evaluatie en planning blijven alleen uitvoerbaar, zolang centraal de noodzakelijke gegevens tijdig verkregen kunnen worden. Complexiteit (d.w.z. dat er meer omgevingsvariabelen zijn die elkaar beïnvloeden; het doorgronden van afhankelijkheid wordt moeilijker) geeft aanleiding tot een zekere mate van decentralisatie. De divisiestructuur zorgt voor een beoordeling van de dochters één niveau lager in de organisatie en maakt effectief overleg tussen concerntop en divisie management mogelijk. Worden de divisies zeer groot dan kunnen zogenaamde 'business units' een verdere onderverdeling qua zelfstandigheid vormen. Van groot belang is de 'respons tijd' die de organisatie nodig heeft om adequaat op de turbulentie te reageren. Voor de coördinatie is een snelle top-down doorvoering van beslissingen nodig. Een eis is dan wel dat de voor coördinatie en besturing noodzakelijke gegevens snel geëvalueerd worden en naar de concerntop gaan. De communicatiekanalen moeten snel zijn, staf en middel management

moeten voldoende expertise bezitten en training en voorlichting krijgen om in korte tijd de relevante informatie te vergaren en door te spelen naar de top. Een extra bestuurlijke laag kan vertragend werken.

Neemt nu naast de complexiteit (het aantal overwegingen dat een rol speelt bij de beslissing) ook de turbulentie (de snelheid waarmee de veranderingen zich voltrekken) in de omgeving van een concern toe, dan ontstaat er volgens Kuyper (1985, p.23) een spanning tussen enerzijds de tijd die nodig is om de juiste informatie te verwerven en te evalueren en anderzijds de relatief korte levensduur en geringe betrouwbaarheid van deze informatie en de daaruit voortvloeiende vereiste snelle respons. De concernleiding ziet zich dan gesteld voor de volgende problemen:

1. Door de grote onzekerheden in toekomstverwachtingen voor de afzonderlijke activiteiten van de dochters en het feit dat veel van de onzekerheden niet gecorreleerd zijn, is een optimalisatie van het totaal niet meer mogelijk.
2. Door de vereiste snelle respons en het feit dat veranderingen in de omgeving van de verschillende dochters frequent maar ongecoördineerd zijn, is centrale besturing en beheersing van al de concernactiviteiten niet meer mogelijk.

Tegen deze achtergrond van toegenomen turbulentie die leidt tot een afbraak van het hiërarchiemechanisme verklaren Kuyper en Ruizendaal (1985, p.570) de populariteit van MBO's. Zie de volgende paragraaf voor een korte beschouwing over de theoretische verklaring voor het MBO-verschijnsel, als onderdeel van het ontvlechtigingsverschijnsel. In een turbulente en complexe omgeving zijn decentraal bestuurde divisies de meest geschikte organisatievorm voor een complex en gediversificeerd concern. De beoordeling van de dochters neemt veel tijd in beslag. Daarom zal het *aantal* beperkt dienen te zijn en de *samenhang* tussen de dochterondernemingen binnen de divisie vrij groot, wil de divisie bestuurbaar blijven.

Het gevolg van bovenstaande problemen was dat binnen afzienbare tijd de uit de diversificatieperiode stammende slogan "big is beautiful" inderdaad als achterhaald moest worden bestempeld en dat tegelijkertijd de hoge verwachtingen van de hierboven opgesomde schaalvoordelen aanzienlijk moesten worden bijgesteld. Diversificatie ten tijde van een alle branches aantastende recessie kon niet langer gezien worden als een adequate bedrijfsfilosofie om het concern te beschermen tegen de fluctuaties in de verschillende markten (Van Buitenen 1991, p.1). Dat het concern juist met behulp van een uiteenlopend productenpakket de cash flows van de goed lopende producten kon aanwenden voor de concurrentiestrijd bij die bedrijven die het wat minder goed deden, bleek niet langer een juiste redenering.

Nadat wij eerst een theoretische verklaring voor de MBO als onderdeel van het ontvlechtigingsproces presenteren, geven wij in 2.4.3 een beknopte illustratie van concerns die in de problemen zijn geraakt. Op de vraag waarom het moederbedrijf de dochter

afstoot in de vorm van MBO's en niet in de vorm van een overname door een ander bedrijf, komen wij bij 3.3.1 terug.

2.4.2 Transactiekosten en coördinatiekosten

De transactiekostentheorie (Williamson 1975, 1985) stelt de vraag aan de orde waarom bepaalde organisatievormen ontstaan en onder welke omstandigheden die organisatievormen kunnen overleven of ophouden te bestaan. In deze theorie vindt met name een conceptualisering plaats van twee verschillende manieren waarop de coördinatie van transacties binnen bedrijven en tussen markten en bedrijven plaats vinden. Deze coördinatiemiddelen zijn de markt en de hiërarchie. Aan beide zijn kosten verbonden die mede hun efficiëntie bepalen.

Douma (1988, p.2-11) onderscheidt voor het allocatiemechanisme markt de volgende kosten:

1. De kosten verbonden aan het zoeken van een marktpartij;
2. De kosten verbonden aan het opstellen van een contract;
- 3 De kosten die gemaakt moeten worden ter voorkoming van contractbreuk.

Kuyper en Ruizendaal (1985, p.572) zien als kosten van de hiërarchie de volgende soorten coördinatiekosten:

1. Directe besturingskosten ofwel de overhead van de coördinerende niveaus boven het concernonderdeel;
2. De kosten van ondoorzichtigheid van het concern voor de vermogensverschaffers ter opheffing van de informatieasymmetrie tussen de concerttop en de beleggers. Deze zullen hoger zijn naarmate het concern ondoorzichtiger wordt. Dit uit zich in hogere rendementseisen.
3. De kosten van ondoorzichtigheid van het concernonderdeel voor de concerttop; het management van het concernonderdeel moet op zijn prestaties worden beoordeeld.
4. De kosten van de beoordeling van de concerttop zelf; deze is gelijk aan het verschil tussen de transactiekosten en de coördinatiekosten.

In een beschouwing over de toegevoegde waarde van het 'corporate center' (hieronder verstaan we de concerttop en concernstaf) bespreekt Spitholt (1991, p.188) aan de hand van de transactiekosten-benadering van Williamson (1985, p.20) bovengenoemde kosten ten behoeve van de afweging of activiteiten in concernverband dienen te worden voortgezet of opgenomen dan wel afgestoten. Hij concludeert dat MBO's, verkoop en liquidatie van concernonderdelen verwacht kunnen worden in situaties waarin de coördinatiekosten hoger zijn dan de transactiekosten. Het 'corporate center' levert dan geen toegevoegde waarde op.

Aan de de afbrokkeling, respectievelijk de ondergang van concerns hebben de volgende oorzaken ten grondslag gelegen:

- recessie;
- ontbreken van operationele-, staf en bestuurlijke voordelen;
- centraal opgelegde instructies van de moeder op de dochter.

Hieronder geven wij enkele voorbeelden van concerns die door de in 2.4.1. beschreven oorzaken in grote financiële problemen raakten.

2.4.3 Voorbeelden

Enkele welbekende voorbeelden zijn o.a. Bruynzeel, AEG, KBB, OGEM en RSV. De financiële problemen bij het concern hebben geleid tot ingrijpende reorganisaties, variërend van een zich concentreren op de *kernactiviteiten*, zoals bij Naarden International, Nedloyd, Boskalis en Holec, tot meer ingrijpende vormen, waarvan *sterfhuisconstructie*, zoals bij OGEM en de Heidemij, wel de meest bekende is geworden. Het vinden van een uitweg voor de financiële problemen stond bij deze reorganisaties centraal.

Deze reorganisaties leidden tot defusie ofwel het afstoten van branche-vreemde onderdelen uit een groter geheel. Dit geschiedde enerzijds door faillissement (het sterfhuis) en anderzijds door verkoop van onderdelen aan andere ondernemingen of aan het zittende management (MBO), al dan niet in combinatie met het personeel, met (tijdelijke) steun van de moeder ervan participatiemaatschappijen, met externe managers (MBI) en uitkoopspecialisten die namens institutionele beleggers de MBO leiden.

Sommige concerns konden zich wel tijdig aanpassen aan de veranderde omgevings situatie, hoewel sommige de afgelopen 10 jaar ernstige crises hebben doorgemaakt, zonder dat het concern in echte financiële problemen kwam. SHV, Unilever en AKZO voerden reorganisaties door op die terreinen waarin zij niet het sterkst waren. Dit waren voor de concerns de branche-vreemde bedrijven die tijdens de "diversificatieboom", zoals deze periode van hoogconjunctuur in het algemeen wordt genoemd, in de jaren zestig en de begin jaren zeventig waren verworven. De financieel gezonde bedrijven in het concern konden zich door deze strategische heroriëntatie van het moederbedrijf beter op de activiteiten met betrekking tot de produktsoort concentreren. De niet tot kernactiviteiten behorende bedrijven werden via een overname of een MBO uit het concern verwijderd.

Een sprekend voorbeeld van een concern dat het niet heeft gered, is de ontwikkeling van de Overzeesche Gas en Electriciteits Maatschappij (OGEM). Van 1863 tot 1959 hield OGEM zich vrijwel uitsluitend bezig met de exploitatie van energiebedrijven. In 1959 en 1963 werden de eerste stappen op het gebied van respectievelijk de electrotechnische en de werktuigkundige installatiesector gezet. Hierna verwierf OGEM diverse handels-, fabrikage- en bouwbedrijven. Het moedermanagement ging ervan uit dat daarmee

schaalvoordelen behaald zouden worden. Echter door het ontbreken van deze voordelen en de onbekwaamheid van de concerntop om de overgenomen bedrijven nieuw leven in te blazen, daalde de winstmarge geleidelijk maar desastreus van 6.7% in 1967 naar 2% in 1971 en 0,5% negatief in 1979. Daarnaast werd in 1979 het Dammanproject aangenomen dat een groot beslag op de cash flows van de dochterbedrijven legde. Na voltooiing van het project bleven de dochters zonder werk zitten. Er was dus sprake van centrale besturing maar de concerntop bleek niet in staat voor de nodige continuïteit van de dochterbedrijven te zorgen. Tevens drukten de overheadkosten van de concernstaf, die door de overnames sterk was gegroeid, zwaar op de winst en konden de stafvoordelen niet worden gerealiseerd. In 1982 volgde surceance van betaling en vindt de financiële en juridische afwikkeling plaats via de sterfhuisconstructie en de verkoop van gezonde dochters. In december 1981 werd TBI opgericht als subholding waarvan 100% van de aandelen in bezit was van OGEM b.v.. Het aandelenkapitaal werd volgestort door de inbreng van aandelen van 50 (gezonde) OGEM-bedrijven (handel, technische installatie en bouw). Deze inbreng bestond uit de inbreng in natura, een inbreng van bedrijven. Door deze transactie vond een herschikking plaats van de OGEM activiteiten. Daarom werd TBI drie weken na oprichting verkocht aan een stichting, de Stichting Beheer Vijverbos. Deze stichting kreeg van de banken een lening van f 117 mln om het eerste deel van de koopsom te financieren. De Stichting werd eigenaar van de bedrijven en loste deze lening direct na de transactie af met liquide middelen van de TBI-dochters. Hoewel TBI geen normale verzelfstandiging is geweest, zou met enige verbeeldingskracht deze transactie een 'leveraged buy-out' kunnen worden genoemd.

Ook andere concerns vertoonden overeenkomsten met de hierboven geschetste problemen. Hieronder zullen wij deze bedrijven met een korte aanduiding van de problemen de revue laten passeren:

RSV had weliswaar te maken met de malaise in de scheepsbouw, maar de surcéance van betaling was vooral te danken aan een falend management, dat absoluut het overzicht op het concern verloren had door een teveel aan informatie. Door het mismanagen van het tientallen miljoenen kostende kolengraafproject werd dit een *débaclé*. Een drastische reorganisatie met de uittocht van dochters volgde.

Bij KBB slokte de moeder de winsten op van de dochters. Té laat had het management ontdekt dat de formule van de Bijenkorf niet meer geschikt was in de grote stadscentra. De vermoedelijke oorzaak was de ondoorzichtigheid van het concern voor het eigen management, want voor ongeveer 25 miljoen gulden moesten investeringsverplichtingen in Utrecht worden afgekocht. Toen ook de andere dochters slechter gingen draaien, werd een noodzakelijk reorganisatie onontkoombaar. Ook hier zware kostenreductie-programma's en verkoop van onderdelen.

Bruynzeel raakte in de problemen doordat het management niet in staat was zijn produkten aan de veranderde marktsituatie aan te passen. De voortdurende verliezen in een aantal buitenlandse bedrijven verergerden de situatie in Nederland. In 1982 bleek

surcéance van betaling onvermijdelijk en worden de dochters onder andere via MBO's verzelfstandigd.

Boskalis kwam vooral in de problemen door het verlies van bijna 250 miljoen gulden op activiteiten in Argentinië en de verliezen geleden door het terugtrekken van de activiteiten in Algerije. Een faillissement dreigde in 1984, mede als gevolg van een strategisch en financieringsbeleid (Zuidinga 1985, p.46). In feite was het risico in Argentinië te groot om door Boskalis zelf gedragen te worden. Afslanken en verkoop van onderdelen (bijvoorbeeld HVA) en zich richten op de kernactiviteiten werd de strategie om te overleven.

Jamin voerde een foutief verkoopbeleid door onvoldoende overzicht op de financiële gang van zaken. Juist bij een verticaal geïntegreerd concern als Jamin, waarbij sterke operationele afhankelijkheden bestaan is de kostprijsbeheersing essentieel en dient de beoordeling van activiteiten primair hierop gericht te zijn. Uiteindelijk leidde dat tot de verkoop van winkels, dus eigenlijk tot het weer externaliseren van een geïnternaliseerde markt.

Holec is voor wat betreft het streven van het topmanagement naar groei en grootte te vergelijken met het topmanagement van OGEM. Net als bij OGEM leverde de groei niet meer winst op, maar juist verlies, dat in 1981 leidde tot een netto verlies van bijna f 66 miljoen. Het bedrijf was té gediversificeerd en terugkeer tot de kernactiviteiten was het enige alternatief om door een verbeterde bestuurbaarheid weer rendabel te worden.

SHV streefde ook naar groei en diversificatie in de zestiger en zeventiger jaren. Door de diversificatie ging de samenhang verloren, waarvoor een aantal activiteiten geen plaats meer was in het strategisch beleid. Het management onderkende dit tijdig en besloot tot verzelfstandiging van een van de drie divisies (de MBO van Geveke Electronics).

2.5 Samenvatting

Concerns werden eind jaren zeventig, begin jaren tachtig, geconfronteerd met de grenzen die aan de verzameling van hun bedrijfsactiviteiten moesten worden gesteld. Aan risicospreiding door diversificatie kwam door wereldwijde recessies een einde. De voordelen van een concern wogen in vele gevallen niet meer op tegen de nadelen van verminderde kwaliteit van besturing en beoordeling. De door de concerns op gang gebrachte onderzoeken naar hun 'hardcore business', monden uit in voorstellen tot herstructurering van de bedrijfsactiviteiten binnen het concern. Dit bleek een goede voedingsbodem voor ondermeer de divisionele MBO's. In het volgende hoofdstuk schetsen wij de ontwikkeling van de MBO in Nederland tussen 1980 en 1990.

3 Een overzicht van de Management Buy-Out in Nederland 1980-1990

3.1 Inleiding

Het doel van dit hoofdstuk is een overzicht te geven van enkele ontwikkelingen op de MBO-markt in Nederland in de periode 1980-1990. Op basis van publieke informatie over MBO-transacties, voornamelijk uit bronnen als Het Financieele Dagblad, is hiervoor door ons een databank vervaardigd. Per maand en per jaar zijn hierin de volgende gegevens opgenomen: ten eerste de bronnen waaruit de MBO's zijn voortgekomen: uit concerns (verzelfstandigingen), de 'shareholder repurchases' (MBO's waarbij leden van het zittende management de aandelen overnemen van de oprichter-eigenaar van een zelfstandig functionerend bedrijf) en de 'going privates'. Vervolgens gegevens respectievelijk over de aard van de MBO (zie 3.3.1. van dit hoofdstuk waarin ingegaan zal worden op het onderscheid defensieve en offensieve MBO), de verkoper, de samenstelling van de kopende partij, de procentuele verdeling van het aandelenkapitaal, de hoogte van de uitkoopprijs en de branche waartoe het MBO-bedrijf gerekend moet worden. In 3.2 komt het aantal gerealiseerde MBO's over dat tijdvak aan de orde. Naast een indicatie over de omvang in gulden van de MBO-markt, wordt ook het aantal MBO's in andere Europese landen en de VS besproken om een indruk te geven van de MBO-activiteit in Nederland ten opzichte van andere landen. Vervolgens wordt in 3.3 ingegaan op enige trends. Centraal staan de redenen om een MBO uit te voeren, de soort bedrijfstakingen waarin ze voorkomen en de rol van 'venture capital' instellingen. We besluiten dit hoofdstuk met een beschouwing in 3.4 over de verwachte rol en het belang van het MBO-fenomeen in de komende jaren en trekken in 3.5 enkele conclusies.

Zoals wij in het vorige hoofdstuk hebben gezien, verstaan wij in het kader van dit onderzoek onder een MBO: Een transactie waarbij één of meer leden van het zittende management, de gehele of gedeeltelijke eigendom verwerven van het bedrijf of bedrijfs onderdeel waarin zij geen of in zeer geringe mate aandelen bezaten en dat het moederbedrijf al of niet gedwongen wil afstoten, door in de ogen van de financiers substantieel deel te nemen in het eigen vermogen teneinde het bedrijf (sonderdeel) zelfstandig voort te zetten.

3.2 Aantallen

Het MBO-fenomeen kwam al in de zestiger en zeventiger jaren voor. Toen werd gesproken van 'directie-uitkoop'. Het aantal transacties was echter klein en de uitkooprijzen waren laag. In tien jaar tijd is het aantal MBO's sterk toegenomen. Het is

als instrument voor 'corporate restructuring' vooral bekend geworden door spraakmakende transacties in de Verenigde Staten en Engeland in de eind zeventiger en tachtiger jaren. Deze transacties dienen als voorbeeld voor het Europese continent. Veel kennis en vaardigheden welke nodig zijn om een MBO-transactie met succes af te ronden, zijn afkomstig uit deze landen. De totale waarde van de M(L)BO-markt in de VS (Jensen 1989, p.62) in 1988 wordt geschat op \$ 77 miljard (één-derde van de totale waarde van de fusie- en overnamemarkt) en in Engeland (Kitching 1989, p.74) op £ 4 miljard ofwel \$ 6,25 miljard (één-vijfde van de totale waarde van de fusie- en overnamemarkt). Voor Nederland schatten wij (1990, p.93) het aandeel van de MBO-markt op circa één-tiende van de fusie- en overnamemarkt.

Een aantal MBO's in de VS heeft in de afgelopen jaren veel publiciteit gekregen vanwege de zeer hoge uitkooprijzen die met de transacties gemoeid waren. De gemiddelde omvang van de transacties waarvan de uitkooprijzen zijn gepubliceerd is in de VS in 1988 circa \$ 487 miljoen voor een uitkoop van een ter beurse genoteerde onderneming en \$ 181 miljoen voor een uitkoop van een divisie uit een concern (Jensen 1989, p.65). Voorbeelden van M(L)BO's in de VS met een hoge uitkooprijzen zijn Southland (\$ 4 miljard), Mobil's Montg. Ward Unit (\$ 3,8 miljard) en Borg Warner (\$ 3,76 miljard). Divisionele MBO's als Ladd Furniture (\$ 70 mln) en Piece Goods Shops (\$ 21 mln) zijn vaak kleiner en kennen doorgaans veel lagere uitkooprijzen, hoewel de MBO van vijf de divisies van Beatrice Corporation en die van Duracell met respectievelijk \$ 3.2 bn en \$ 1.8 bn uitzonderingen zijn. Tussen 1985 en 1988 overtroffen de divisionele MBO's (circa 455) de aantallen 'going privates' (circa 324). In Groot-Brittannië wordt gemiddeld een lagere uitkooprijzen betaald dan in de VS, namelijk £ 10 miljoen (in 1987) (Chiplin e.a. 1988, p.28). Voorbeelden van enkele 'grote' transacties zijn MFI/Hygena (£ 717 miljoen), Reedpack (£ 619 miljoen) en Lawson Mardon (£ 280 miljoen). Ook hier zijn de divisionele MBO's lager geprijsd zoals uit de volgende voorbeelden blijkt: Vickers Shipyard (£ 100 mln), Cadbury Schweppes (£ 97 mln), Parker Pen (£ 70 mln), TIP Europe (£ 60 mln), Unipart (£ 50 mln). Circa 68% van alle MBO's in Groot-Brittannië zijn desinvesteringen uit concerns. In Nederland hebben wij van slechts 20 MBO's de publiekelijk bekend gemaakte prijs kunnen achterhalen. Afgaand op de uitkooprijzen kunnen in Nederland tot de grote MBO's worden gerekend: Van Nelle (f 250 à f 260 miljoen), NKF (ca. f 125 miljoen), Van Gelder Apeldoorn (f 32,5 miljoen), Kramer en Ruys (ca. f 54 miljoen), Vanderlande Industries (f 50 miljoen). In figuur 3.6 geven wij de verdeling van het aantal MBO's naar grootte afgemeten aan het aantal werknemers.

Het is moeilijk om aan te geven hoe groot de omvang van de MBO-markt in Nederland is, aangezien er in Nederland geen instantie is waar alle gerealiseerde MBO's worden geregistreerd. Met behulp van voor het publiek toegankelijke informatie is door ons het aantal en de waarde ervan benaderd. Kopers, verkopers en investeerders zijn echter, om wat voor reden dan ook, niet altijd bereid om informatie over een MBO te verschaffen, waardoor niet alle MBO's in de publiciteit komen. Dit betreft vooral de kleine bancaire gefinancierde MBO's. Uit privacy overwegingen lijken verkoper en koper niet al te veel

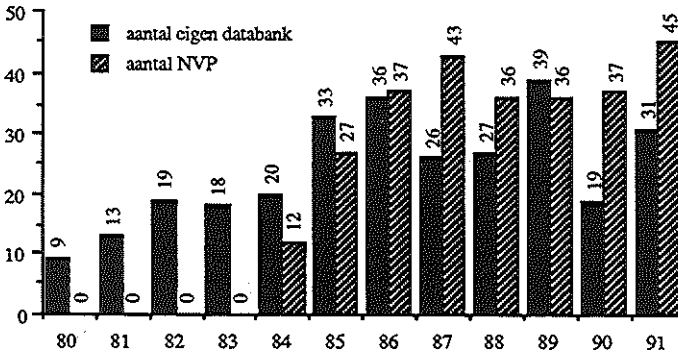
ruchtbaarheid te willen geven aan de transactie. De publiciteit rond de MBO door de financiële adviseurs is in tegenstelling tot de Angelsaksische landen bij ons niet zo ingeburgerd.

Van slechts 10% van de publiekelijk bekend gemaakte MBO's in de periode 1985-1989 werd de uitkoop prijs bekend gemaakt. Een reële schatting van de waarde van de MBO-markt in Nederland kan daarom langs deze weg niet worden gegeven. Uit gegevens die zijn gepubliceerd door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) kan echter worden afgeleid dat de totale waarde van de MBO-transacties in Nederland in 1990 geschat kan worden op f 650 à 750 miljoen. Deze schatting is gebaseerd op de vuistregel dat de bij de NVP aangesloten participatiemaatschappijen gemiddeld circa 20% van de MBO-financiering in de van vorm 'venture capital' voor hun rekening nemen. Aangezien circa 90% van alle participatiemaatschappijen aangesloten is bij de NVP mag de schatting langs deze weg vrij zeker worden genoemd. Uit publiek toegankelijke informatiebronnen, met name financieel-economische dagbladen en tijdschriften, blijkt dat er in de periode 1980-1990 bijna 260 MBO's zijn uitgevoerd. Figuur 3.1 geeft een overzicht van de aantallen MBO's die in de periode 1980-1990 plaatsvonden. In 1987 vond volgens onze telling een relatief klein aantal MBO's plaats, terwijl de opgave van de NVP in dat jaar juist een relatief sterke stijging laat zien. Als we afgaan op de publiek toegankelijke informatie dan lijkt de MBO-markt zich na 1987 weer hersteld te hebben met een record aantal MBO's in 1989. Volgens de jaarcijfers⁴ van de NVP heeft het aantal MBO's niet geleden onder de (mini)beurskrach in oktober 1987. Nemen we echter het aantal MBO's per maand in beschouwing, dan blijkt dat in de maanden volgend op de (mini)beurskrach, te weten van af november 1987 tot en met april 1988 het aantal MBO's wel achterbleef in vergelijking met de overeenkomstige perioden in 1986-1987 en 1988-1989.

Uit gesprekken met financieel adviseurs blijkt dat vooral de onzekerheid over de marktontwikkeling als gevolg van de oplopende inflatie, onder meer aangewakkerd door de Golfcrisis en andere belangrijke politieke gebeurtenissen zoals de Duitse hereniging, er voor zorgt dat de MBO-plannen op een laag pitje worden gezet. Toch blijkt uit de tellingen voor 1991 dat de groei van de MBO's in ons land er niet uit is. Het NVP registreert voor dat jaar 45 MBO's, terwijl wij op grond van onze tellingen uitkomen op 31 ofwel een verhoging van ruim 50 procent. Om deze reden hebben wij figuur 3.1 uitgebreid met de aantallen voor 1991.

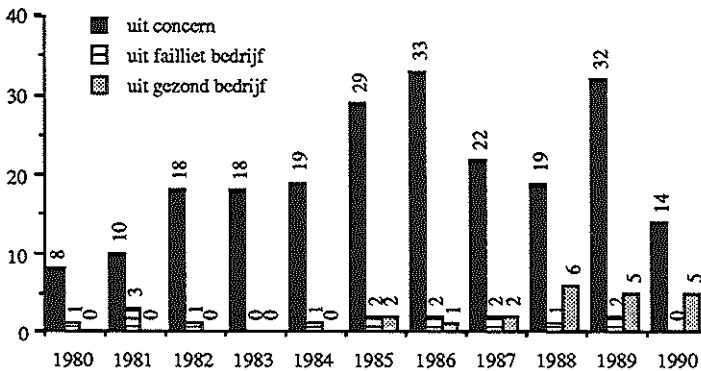
Uit figuur 3.2 blijkt dat de meeste MBO's die de (financiële) pers haalden, voortkwamen uit concerns, zo'n 222 in totaal. Deze MBO's worden ook wel divisionele MBO's genoemd om aan te geven dat bij de transactie veelal divisies uit een concern worden verzelfstandigd.

⁴ Voor de goede orde zij hier vermeld dat de cijfers van de NVP geen dubbel tellingen bevatten op grond van door de afzonderlijke venture capital instellingen verleende financiering aan MBO-ondernemingen.



Figuur 3.1: Aantallen MBO's in Nederland 1980-1991

De overige MBO-transacties kwamen voort uit andere bron, namelijk MBO's van zelfstandige bedrijven. In 15 gevallen werd namelijk een failliet bedrijf in afgeslankte vorm voortgezet door leden van het zittende management en in 21 gevallen betrof het een voortzetting van een gezond bedrijf door leden van het zittende management. Van de laatstgenoemde groep bedrijven behoorden er zes tot de categorie familiebedrijven⁵.

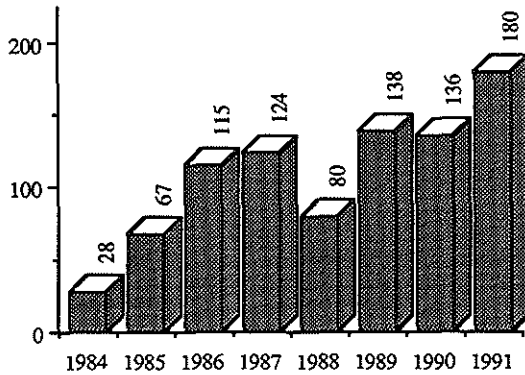


Figuur 3.2: Aantal MBO's uit concerns en van zelfstandige ondernemingen (bron: eigen databank)

In figuur 3.3 hebben wij de omvang van de MBO-markt voor 'venture capital' in gulden afgebeeld. De daling in gulden van de omvang in 1988 is wellicht te wijten aan de

⁵ Het verschil van 1 MBO tussen de cijfers voor 1988 uit figuur 3.1 en 3.2 (onze databank) is te danken aan de eerste van twee 'going privates' die Nederland tot nu toe (mei 1992) rijk is, namelijk die van het organisatieadviesbureau Twijnstra Guddé b.v. De tweede door het zittende management van de beurs ghaalde bedrijf is het oesterkweckbedrijf De Meulmeester.

(mini)beurskrach van oktober 1987 en de verder oplopende rente.



Figuur 3.3: Geschatte omvang Nederlandse MBO-markt in mln guldens (bron: NVP)

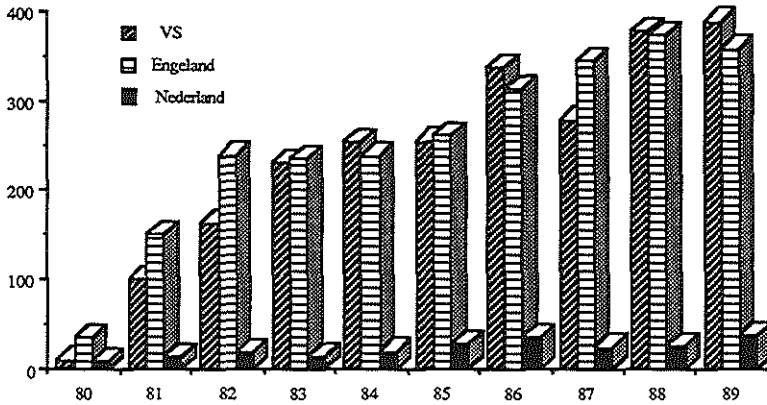
Zij kunnen voor de nodige onzekerheid hebben gezorgd, waardoor de prijzen voor de verkopende partij te laag werden en de rentelasten voor de kopende partij te hoog. Een andere verklaring kan gelegen zijn in het simpele feit dat er relatief minder grote transacties hebben plaatsgevonden. Een aanwijzing hiervoor geeft het jaar 1989. In dat jaar vond een zelfde aantal transacties plaats (opgave NVP; n=36) als in 1988 (zie figuur 3.1) maar we constateren wel een flinke stijging van het aandeel 'venture capital' in de financiering van de MBO's in figuur 3.3.

Ondanks onze terughoudendheid om op basis van publieke informatie een reële schatting van de waarde van de MBO-markt te geven, is het zeker dat in dit opzicht de Nederlandse markt ver achterblijft bij de Amerikaanse en de Engelse. In vergelijking met de aantallen MBO's in de VS en Groot-Brittannië in de tachtiger jaren heeft Nederland in absolute zin een kleine MBO-markt⁶. Dit is ook logisch want Nederland heeft circa 15 miljoen en de VS hebben ongeveer 200 miljoen inwoners. Ook in relatieve zin, bijvoorbeeld in verhouding tot de kapitalisatie van de effectenbeurzen, blijft de omvang van de Nederlandse MBO-markt bij deze landen achter.

Engeland wordt tot en met 1988 in toenemende mate geconfronteerd met een steeds hogere golf van MBO's. Uit de voorlopige cijfers over de eerste helft van 1990 (214 MBO's) van het Centre for Management Buy-Out Research in Nottingham valt geen daling in aantallen MBO's voor de Engelse markt te voorspellen. Liet 1989 voor de UK voor het eerst een lichte teruggang zien ten opzichte van 1988 (van 370 naar 339), de voorlopige schatting voor 1990 komt neer op een stabilisering van het aantal MBO's.

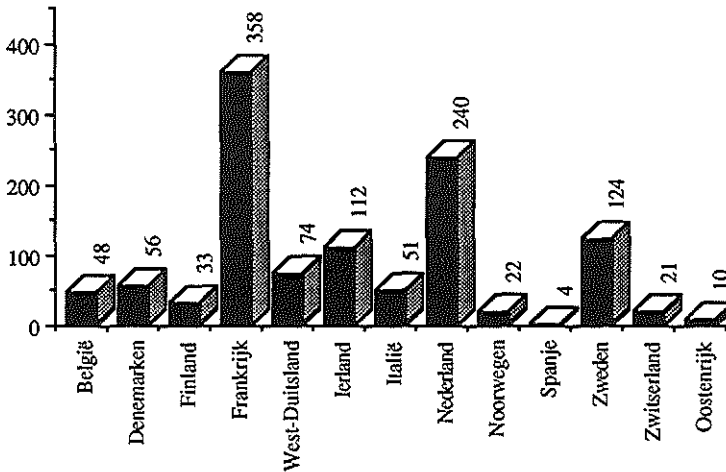
⁶ Bron: voor de aantallen in de VS en Engeland zie Chiplin e.a.(1989).

Aangezien de VS en Engeland veel meer ondernemingen hebben dan Nederland verschaft figuur 3.4 geen eerlijke vergelijking. Als we echter de aantallen MBO's in Nederland vergelijken met de aantallen in andere Westeuropese landen, dan blijkt dat Nederland een actieve markt heeft.



Figuur 3.4: Aantallen MBO's in de VS, Engeland en Nederland 1980-1989

Het aantal MBO's in Nederland is veel hoger dan bijvoorbeeld de aantallen in Italië en West-Duitsland, landen met grotere economieën dan de onze (zie figuur 3.5.)

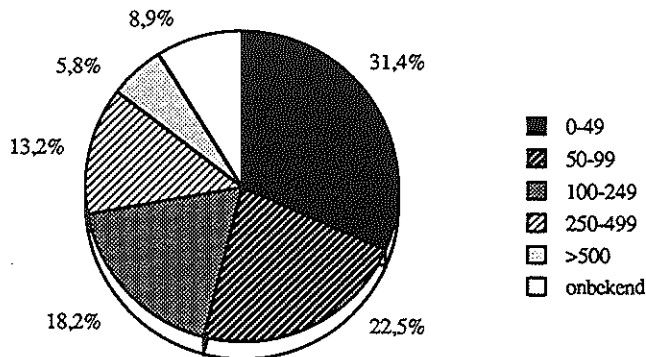


Figuur 3.5: Aantallen MBO's in West-Europa 1980-1989 (bron: CMBOR 1989 en 1990)

Uit figuur 3.5 blijkt dat Nederland vergeleken met andere grote landen als Frankrijk,

West-Duitsland en Italië wel degelijk over een actieve MBO-markt beschikt. Alleen in Frankrijk vonden meer MBO's plaats. Het totale bedrag ad £ 828 miljoen dat in 1989 in Frankrijk aan MBO's werd besteed (Heuze en Wright 1990, p.88) is ruim 3 keer groter dan in ons land (geschatte waarde van de MBO-transacties in 1989: circa f 700 miljoen). Afgaande op de cijfers uit 1989 ten opzichte van het totaal aantal gerealiseerde MBO's gedurende 1980-1989, is de MBO-markt in opkomst in landen als Denemarken (29), Zweden (29) en Zwitserland (21). Het aantal MBO's in West-Duitsland is in vergelijking tot Frankrijk en Engeland (circa 3000 gedurende 1980-1989) opvallend laag te noemen. Opvattingen over sociale verantwoordelijkheid jegens het personeel bij West-Duitse ondernemers inzake toekomstige continuïteit en werkgelegenheid, de conservatieve houding van de Duitse banken ten opzichte van de financiering van de onderneming met relatief veel vreemd vermogen, de traditionele verwevenheid van deze banken met ondernemingen en de relatief hoge salarissen van het management, zijn vaak genoemde redenen waarom in Duitsland ondernemingen niet zo snel aan de hoogst biedende partij verkocht worden (Graeper 1990, p.91). Ook spelen mee de geringe rol van 'venture capital' verschaffers en de aandelenmarkten. Hierdoor blijft het aantal MBO's achter vergeleken bij de andere landen uit West-Europa.

In Nederland zijn gedurende 1980-1989 relatief veel kleine MBO's uitgevoerd. Meer dan de helft (circa 54%) van alle uitgevoerde MBO's heeft een personeelsbestand < 100 werknemers (zie figuur 3.6). Daarna volgt de groep grote ondernemingen (19%) met meer dan 250 werknemers, direct gevolgd door de groep middelgrote bedrijven met tussen 100 en 250 werknemers. In ons onderzoek naar de economische prestaties van MBO's vergeleken met branchegemiddelden (zie hoofdstuk 5) brengen wij een tweedeling aan, namelijk die tussen de groep kleine en de groep grote en middelgrote MBO's.



Figuur 3.6: Grootte (in aantal werknemers) van de MBO-ondernemingen (bron: eigen databank)

3.3 Trends

3.3.1 Redenen: van defensief naar offensief

In de jaren zestig en begin zeventig ging het goed met de Nederlandse economie. Diversificatie is een belangrijke managementtrend. Door een strategie van fusies en overnames, die moet leiden tot synergie-effecten en risico-minimalisatie, groeien concerns als Bruynzeel, OGEM, Philips, RSV en Unilever. De winsten nemen sterk toe. Van werknemerszijde wordt een deel van deze winsten opgeëist, waardoor het gemiddelde loonniveau stijgt. De hogere lonen, belastingen en sociale premies (om onder meer het al maar duurder wordende sociale zekerheidsstelsel te financieren) leiden tot een toenemende inflatie en een stijgende rentevoet. Voor de conglomeraten wordt het moeilijker om via de kapitaalmarkt eigen vermogen te verwerven, waardoor de vermogensstructuur van veel Nederlandse ondernemingen verslechtert⁷.

De strategie van schaalvergroting krijgt een gevoelige klap door de oliecrises van 1973 en 1979. Veel gediversifieerde ondernemingen worden door een ongunstige vermogensstructuur en een hoge (overhead)kostenstructuur gedwongen om maatregelen te nemen. Het blijken slecht geïntegreerde conglomeraten te zijn, die niet bestand zijn tegen een teruggang in de economie. Een aantal conglomeraten en andere grote bedrijven gaan failliet (bijvoorbeeld OGEM, RSV en Van Gelder Papier). Andere moeten reorganiseren. Niet alle concerndochters gaan met de moeder mee ten onder. Een aantal levensvatbare dochters wordt verkocht aan het management, waardoor ze het sterfhuis kunnen verlaten. Deze eerste MBO's zijn van defensieve aard, omdat sanering het belangrijkste motief vormt. Als de dochter onderdeel van het concern zou zijn gebleven, zou haar continuïteit in gevaar zijn gekomen. Voorbeelden zijn Verolme Electra, Machinefabriek Breda, Verolme Scheepswerf Heusden, liftenfabrikant De Reus en installatiebedrijf Elve Beheer (ex-RSV), constructiebouwbedrijf Nijhuis-Alkono en computertoeleverancier Damm & Zn (ex-OGEM), Bruynzeel Plastics, Bruynzeel Porlodenfabriek en Bruynzeel Wasfabriek (ex-Bruynzeel), fabrikant van verpakkingen Leopack en papierfabriek Crown Van Gelder (ex-Van Gelder Papier). In andere gevallen blijft de moeder bestaan, maar is een 'turnaround' noodzakelijk om de continuïteit te waarborgen. Als gevolg hiervan passen sommige dochters niet meer binnen het concern en is een MBO een geschikt middel om de balansverhoudingen te verbeteren. Een voorbeeld vormt HVA (ex-Boskalis), een agro-industrieel bedrijf met veel landbouwbelangen in ontwikkelingslanden. In 1984 is de financiële situatie van Boskalis erg slecht, terwijl HVA juist behoefte heeft aan nieuw werkkapitaal. De continuïteit van HVA komt in onmiddellijk gevaar. Een MBO blijkt de oplossing te zijn om HVA voor een faillissement te behoeden.

De eerste MBO's in Nederland zijn vaak een laatste redmiddel, andere bedrijven zijn er niet in geïnteresseerd of willen slechts een klein onderdeel kopen. Ze gaan in vele gevallen

⁷ In het begin van de jaren zestig was de verhouding eigen / vreemd vermogen in het Nederlandse bedrijfsleven gemiddeld ongeveer 50% / 50%. Aan het eind van de jaren zeventig lag deze verhouding gemiddeld op ruwweg 25% eigen vermogen en 75% vreemd vermogen (Bruijn e.a. 1990, p.7).

gepaard met reorganisaties en (gedwongen) ontslagen. Voor financiers (met name banken als de NIB, AMRO, ABN en participatiemaatschappijen) betekent dit dat medewerking verleend wordt, omdat de MBO het minst slechte alternatief vormt om hun verliezen te beperken. Ook vakbonden hebben vaak geen andere keus. Liquidatie zou betekenen dat slechts de liquidatiewaarde van de onderneming zou resteren en dat alle arbeidsplaatsen zouden verdwijnen. Ondanks deze reorganisaties en ontslagen blijkt uit een NIB-onderzoek (1985) en uit eigen interviews met O.R.-leden dat vakbonden en O.R. in de meeste gevallen een voorstander van de buy-out zijn. Het voortbestaan van het bedrijf en het behoud van (een deel) de werkgelegenheid zijn hiervoor de belangrijkste redenen.

De nieuwe managers/eigenaren van dergelijke bedrijven, gesteund door vermogensverschaffers, die deze MBO's realiseren, worden in de begin tachtiger jaren door overheid, vakbonden en curatoren op handen gedragen. Veelal verkrijgen zij de meerderheid van de stemgerechtigde aandelen, maar is de prijs die zij er voor moeten betalen niet zo hoog als de omvang van het eigen vermogen wellicht zou doen vermoeden.

Onder meer de neergang van conglomeraten leidt tot nieuwe managementinzichten. Kleinschaligheid ('small is beautiful'), korte lijnen, persoonlijke betrokkenheid, de dynamiek in het ondernemerschap, etc. komen meer op de voorgrond. De MBO vormt een goede manier om deze inzichten in de praktijk te brengen. Mede dankzij deze nieuwe managementinzichten en dankzij de overwegend goede economische resultaten die de eerste MBO-ondernemingen boeken, neemt de MBO verder in populariteit toe. Hierbij mag de maatschappelijke acceptatie van de MBO als fenomeen zeker niet uit het oog worden verloren. Het heeft onmiskenbaar mede bijgedragen heeft aan de herwaardering van het inzetten van risicodragend vermogen door managers en personeel, maar vooral ook door de beleggers.

Echter de achtergrond waartegen MBO's plaatsvinden, verandert ingrijpend. Steeds meer MBO's worden gerealiseerd vanuit een offensief oogpunt en niet zoals hier boven is geschetst vanuit defensieve redenen als er geen ander alternatief dan liquidatie meer overblijft.

Het is gebleken dat de diversificatiestrategie niet altijd tot goede resultaten leidt. Concerns gaan zich daarom in toenemende mate richten op hun kernactiviteiten ('back to the basics'). Enerzijds leidt dit tot fusies en overnames en anderzijds worden dochters die niet in de ondernemingsstrategie passen (d.w.z. activiteiten ontplooiën die niet direct bepalend zijn voor de marktpositie van de onderneming), verzelfstandigd. Verkoop van het bedrijf aan het zittende management vormt daarbij vaak een goed alternatief. Gunstige voorwaarden voor een MBO zijn onder meer:

- er zijn weinig kopers en het moederbedrijf wil snel tot zaken komen;
- de moeder wenst de handelsrelatie met de af te stoten dochter voort te zetten;
- zonder het zittende management is er eigenlijk geen bedrijf;
- kleinschalige activiteiten, waarvan de financiering voor het zittende management een niet te grote last wordt;

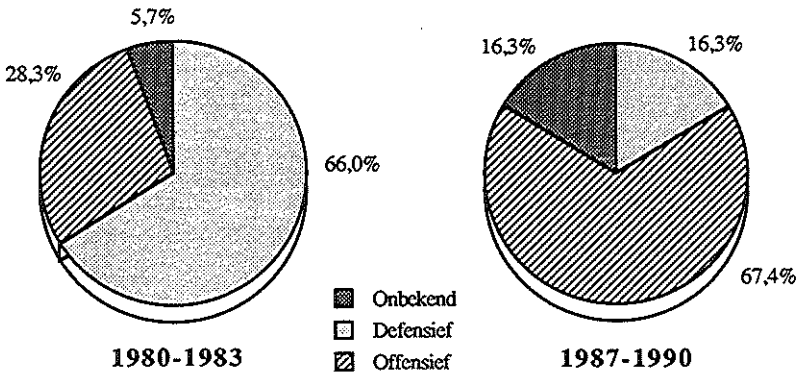
- als er gevaar bestaat dat de concurrentie door de verkoop van het betrokken bedrijf te sterk wordt;
- de prijs niet de strategische factor voor de verkoop is.

Voorbeelden zijn het computerbedrijf Geveke Electronics, het installatiebedrijf GTI, de drukkerij Targa, (ex-SHV Holdings), de kabelfabrieken Draka Kabel en NKF (ex-Philips), het veevoederbedrijf UT-Delfia (ex-Unilever), het technisch installatiebedrijf Ergon (ex-ITT), en de drukkerijen Henkes-Senefelder, Van Poll Drukkerijen, Vlasveld en Van Boekhoven-Bosch (ex-Elsevier-NDU), Uitgeverij Het Spectrum, VNU Science Press en Van Grinsven Drukkers (ex-VNU), drukkerij Tulp, Martinus Nijhoff International en Bert Bakker (ex-Wolters Kluwer), de voedingsmiddelenfabrikant Van Nelle (ex-Nabisco Brands), het handelsbedrijf Blauwhoed (ex-Pakhoed) en het adviesbureau Rijnconsult (ex-Akzo). Vaak verbreekt de moeder bij de uitkoop in één keer de band met de dochter. Soms echter gaat dit geleidelijk. De moeder blijft dan na de MBO met een minderheidsaandeel participeren in de dochter. De transactie wordt hierdoor voor het uitkopend management vereenvoudigd, omdat het meer tijd heeft om eventuele gegadigden voor het aandelenpakket van het oude moederbedrijf te zoeken. Het minderheidsaandeel wordt later in fasen afgestoten. Voorbeelden hiervan zijn Geveke Electronics en NKF.

Niet alleen dochters, zoals werkmaatschappijen en divisies, worden aan het management verkocht. Ook worden in toenemende mate stafafdelingen door middel van een MBO verzelfstandigd, bijvoorbeeld de (interne) advies-afdeling en de automatiseringsafdeling. Vaak wordt de band met de ex-moeder (in de eerste jaren) niet helemaal verbroken en blijft deze verzelfstandigde afdeling nog opdrachten voor de ex-moeder uitvoeren. Een voorbeeld hiervan is de (voormalige) reclameafdeling van Unilever.

In tegenstelling tot de defensieve kan de offensieve MBO, die de overhand heeft in de tweede helft van de tachtiger jaren, vaak beter voorbereid worden. Er is geen direct gevaar voor de continuïteit van moeder en/of dochter, zodat er meer tijd is om de MBO-transactie te realiseren. Er kan meer aandacht besteed worden aan informatievoorziening en overleg met belanghebbende partijen in en buiten de onderneming. Dit bevordert de rust in het bedrijf en neemt (een deel van) de onzekerheid bij het personeel weg. Voor de concerns staat niet de hoogste prijs voorop bij de desinvestering, maar het (markt)perspectief op lange termijn van zowel de werkmaatschappij als de moeder. De komende eenwording van de Europese markt werkt in dit verband als een katalysator. De MBO als laatste redmiddel verandert in een herstructureringsmiddel voor grote bedrijven die hun koers willen verleggen. Het komt nogal eens voor onder deze categorie MBO's dat het uitkopende management met een minderheidsbelang kan volstaan en het merendeel van de aandelen direct doorschuift naar participatiemaatschappijen. Soms omdat het management de koopprijs niet alleen kan opbrengen, soms omdat het moedermanagement de verkoop aan het zittende management een té grote bevoordeling vindt van één persoon of kleine groep personen.

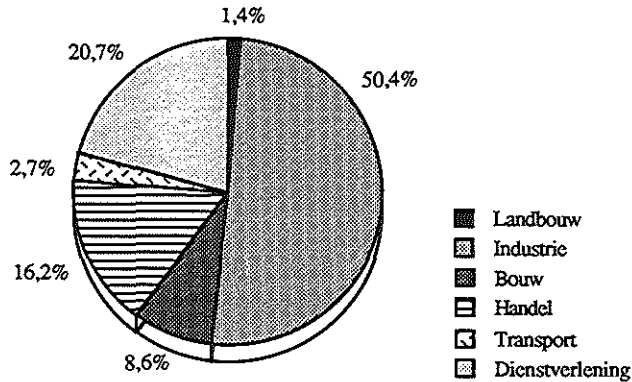
Uit figuur 3.7 kan worden afgeleid dat in de loop van de tachtiger jaren de defensieve MBO's verhoudingsgewijs sterk afnemen. In de periode 1980-1983 is in ieder geval twee-derde van de 'divestiture' MBO's defensief van aard, terwijl in de periode 1987-1990 in ieder geval twee-derde offensief van aard is.



Figuur 3.7: Redenen van MBO's uit concerns (bron: eigen databank)

3.3.2 Bedrijfstakken: van industrie naar dienstverlening en handel

Voor de periode 1980-1990 gaan wij na in welke bedrijfstakken de MBO's hebben plaatsgevonden. Wij hanteren daarbij de Standaard Bedrijfsindeling van het CBS uit 1974 en sommeren de transacties van de kopende partijen binnen de bedrijfssectoren landbouw, industrie, bouw, handel, dienstverlening en transport. Tot de categorie handel behoren groothandel, detailhandel, hotels, restaurants en reparatiebedrijven voor gebruiks-goederen. Tot de dienstverlening rekent het CBS management adviesbureaus, softwarebedrijven, accountantsdiensten, bank- en verzekeringswezen en bedrijven voor exploitatie van en handel in onroerend goed. De industrie is vertegenwoordigd door ondermeer de drukkerijen, de bedrijven uit de textielindustrie, de voedings- en genotmiddelenindustrie, de machine-industrie, de scheepsbouw en de hout- en meubelindustrie. In de periode 1980-1990 is de helft van het totale aantal MBO's uit concerns uitgevoerd in de industriële sector. Zie figuur 3.2 de zwarte staafdiagrammen. Eén op de vijf MBO's vond plaats in de dienstensector (zie figuur 3.8). In deze sector groeide het aantal MBO's vooral na 1985 in hoog tempo. Zo vonden in vijf jaar tijd 20 MBO's plaats bij de uitzend-, reclame- en ingenieursbureaus, 16 MBO's bij de automatisering/softwarehuizen en 9 bij de adviesbureaus.



Figuur 3.8: Verdeling van MBO's over de bedrijfssectoren (bron: eigen databank)

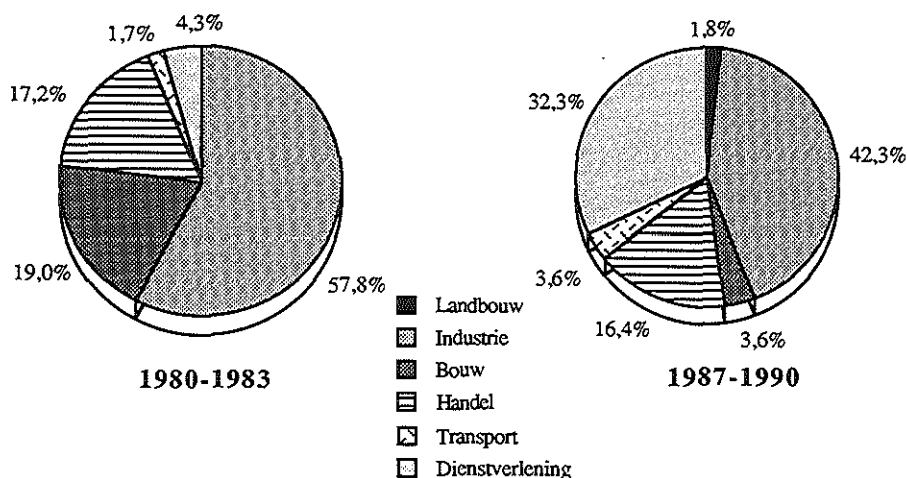
In tabel 3.1 zijn de categorieën verder uitgesplitst naar bedrijfstak. In deze tabel geven we de 'top 10' van de bedrijfstakken waarin de meeste MBO's hebben plaatsgevonden in de periode 1980-1990. Tussen haakjes is het procentuele aandeel gegeven ten opzichte van het totaal aantal MBO's.

1.	Zakelijke dienstverlening	34 (13,1%)
2.	Groothandel	32 (12,4%)
3.	Grafische industrie, uitgeverijen	21 (8,1%)
4.	Elektro technische industrie	19 (7,3%)
	Machine industrie	19 (7,3%)
6.	Bouwnijverheid	16 (6,2%)
	Voedings- & genotmiddelenindustrie	16 (6,2%)
8.	Metaal produktenindustrie	13 (5,0%)
9.	Rubber- & kunststofverwerkende industrie	9 (3,5%)
10.	Chemie	8 (3,1%)

Tabel 3.1: Aantal MBO's over 1980-1990 per bedrijfstak: de 'top 10'

Uit tabel 3.1 blijkt dat de eerste plaats op de ranglijst van MBO's wordt ingenomen door de categorie zakelijke dienstverlening. Voor de stelling van Kok en Van der Meijden (1988, p.127), dat de dienstverlenende ondernemingen zich minder lenen voor een M(L)BO omdat veelal geen activa-basis bestaat voor kredietverlening, bieden bovenstaande empirische gegevens geen steun. Een mogelijke verklaring hiervoor vormt naar onze mening dat in de beoordeling door financiers van een mogelijke participatie de cash flow-voorspellingen voor de eerstvolgende jaren een steeds belangrijker rol spelen.

In paragraaf 3.3.3 wordt hier nader op ingegaan. In figuur 3.9 presenteren wij onze bevindingen en maken daarbij een onderscheid tussen de eerste en de tweede helft van de jaren '80. Vergelijken wij de periode 1980-1983 met de periode 1987-1990 dan zien wij een duidelijke verschuiving in de richting van de dienstverlening. De industriële sector levert gedurende deze periode nog steeds de meeste MBO's, maar het aandeel van de sector dienstverlening stijgt aanzienlijk. In de periode 1980-1983 vindt 4% van de MBO's plaats in deze sector. In de periode 1987-1990 is dit aandeel gegroeid naar 32%. Wij denken dat voor deze ontwikkeling een verklaring kan worden gevonden in het terugdringen van overheadkosten bij bedrijven door staf en ondersteunende afdelingen te verzelfstandigen. In de bouw komen in deze periode nauwelijks nog MBO's voor.



Figuur 3.9: De procentuele verdeling van de MBO's begin en eind 80-er jaren (bronnen: SIC 1974 en eigen databank)

3.3.3 Financiering: toenemend aanbod van 'venture capital'

De NVP geeft in haar jaarboek over 1989 aan dat het aantal MBO's waarbij haar leden betrokken zijn geweest, toeneemt. Het aanbod van 'venture capital' neemt sterk toe. Ook uit ons databestand blijkt dat in toenemende mate participatiemaatschappijen (venture capital instellingen) bij MBO's betrokken zijn, naast het nog immer relatief grote aandeel van bancaire krediet in de financiering van de uitkoopsom.

Deze toename van het aanbod van 'venture capital' is naar onze mening een gevolg van succesvolle MBO-transacties uit het verleden. Veel ondernemingen doen het na de MBO in economisch opzicht erg goed en vormen daardoor een goede investering.

Door het toegenomen aanbod van 'venture capital' zijn participatiemaatschappijen zich actiever op de MBO-markt gaan bewegen. Er wordt actief naar MBO-kandidaten gezocht.

Het 'raider'-gedrag, dat in de VS een normaal verschijnsel is en in Engeland in opkomst is, is in Nederland (nog) niet aan de orde. Toch is een mentaliteitsverandering gaande. Enkele jaren geleden zou van deelnemende managers, waarvan verwacht kon worden dat ze van de MBO-transactie financieel flink beter zouden worden, gezegd zijn dat ze hun eigen belang lieten prevaleren boven het ondernemingsbelang. Nu liggen deze zaken anders en wordt een financiële bevoordeling van het (dochter)management door de concerndirecties gemakkelijker geaccepteerd.

Ondanks dat van slechts een klein aantal transacties de exacte uitkoop prijs bekend is gemaakt, kan aangenomen worden dat de gemiddelde prijs stijgt. Het uitkopende management is daarom wel genoodzaakt om participatiemaatschappijen te interesseren 'venture capital' te verstrekken, omdat de uitkoop prijs onmogelijk met alleen privé-geld kan worden gefinancierd.

De stijging van de gemiddelde uitkoop prijs spoort met de constatering dat de laatste jaren de MBO's voornamelijk van offensieve aard zijn. De ondernemingen die om defensieve redenen zijn verkocht, zijn vaak om niet (een symbolisch bedrag van f1,=) of voor een lage prijs overgedaan aan het management. De ondernemingen die om offensieve redenen zijn verkocht, waren in het algemeen financieel gezonde bedrijven.

Het gunstigere klimaat dat ontstaan is⁸, heeft er naar onze mening toe bijgedragen dat de MBO's in de dienstensector zijn toegenomen. De bedrijven in de industrie beschikken in het algemeen over veel materiële activa. Er zijn derhalve meer zekerheden aanwezig voor de financiering. Bedrijven in de dienstensector zijn te karakteriseren als zogenaamde 'peoples businesses'. De 'activa' van het bedrijf bestaan uit mensen. Bij de financiering zijn derhalve minder materiële zekerheden aanwezig. Het bedrijf zal een sterke cash flow-basis moeten hebben om de rente- en aflossingsverplichtingen te kunnen nakomen. Daarnaast dient het voldoende cash flow ter beschikking te hebben om (vervangings- en uitbreidings)investeringen te kunnen doen.

Bij de financiering van de koopsom worden 'venture capital' instellingen steeds creatiever in de vormgeving van de 'deal'. De bepaling van de toekomstige kasstromen die de uitgekochte onderneming zal weten te genereren is van cruciaal belang voor de ontwikkeling van de "mezzanine"-laag in de buy-out financiering, die dikwijls de vorm aanneemt van (converteerbare) leningen met opties of warrants. Voor een toelichting op de term "mezzanine" verwijzen we naar 4.3.3. ad 2 d.

Om in de (nabije) toekomst grotere en grensoverschrijdende transacties mogelijk te maken, zijn Europese 'venture capital' instellingen op zoek naar partners in andere Europese landen. Een aantal samenwerkingsverbanden is reeds geëffectueerd.

Engelse buy-out specialisten hebben op het continent vestigingen geopend om hun expertise internationaal te kunnen benutten. Zo hebben Schroder Ventures, Citicorp

⁸ Een jaar of vijf geleden kwam het nog voor dat het management soms moest uitwijken naar participatiemaatschappijen in Engeland, omdat men in Nederland niet bereid was om een gedeelte van de uitkoop prijs te financieren.

Venture Capital en 3i directe vertegenwoordingen in verschillende West-Europese landen en opent Charterhouse een vestiging in Frankrijk. Andere voorbeelden: Candover zet joint ventures op met respectievelijk de Deutsche Genossenschaft Bank (de grootste coöperatieve bank in Duitsland), Venture Capital Investors BV in Rotterdam en met Credit Lyonnais in Frankrijk; Baring Capital Investors heeft een buy-out fonds van 100 miljoen ECU ter beschikking om activiteiten te kunnen ontplooiën in Engeland, Frankrijk en West-Duitsland.

Om tegenover de Engelse en Amerikaanse 'venture capital' instellingen een sterke positie in de buy-out markt te kunnen innemen en om bestaande kennis internationaal te kunnen exploiteren, worden in Nederland eveneens initiatieven ondernomen tot samenwerking met participatiemaatschappijen uit verschillende Europese landen. De NIB neemt samen met onder andere de Gewestelijke Investeringsmaatschappij Vlaanderen (GIMV) deel in een nieuw internationaal fonds onder de naam Trans European Growth Fund (beide voor elk f 10 miljoen). Er zijn ook contacten met een Franse en een Spaanse partner. Andere voorbeelden zijn de NPM, die een operationele samenwerking is gestart met het Westduitse KDV (Kapitalgesellschaft der Deutschen Versicherungswirtschaft), Atlas Venture, die begin 1990 een dochtermaatschappij in West-Duitsland opgericht heeft, en Halder Holdings, die plannen heeft om een vestiging in West-Duitsland te openen. De Amro Bank steekt een niet nader aangegeven bedrag in een groots opgezet Europees buy-out fonds van bijna 700 miljoen gulden (het European Mezzanine Fund). Ook de Duitse Commerzbank participeert in dit fonds. Met andere investeerders wordt nog gepraat over een mogelijke participatie.

3.4 Verwachtingen

Hoewel in de komende jaren de MBO meer concurrentie zal krijgen van andere vormen van strategische samenwerking, verwachten we dat de MBO een belangrijke plaats in de Nederlandse ondernemingscultuur zal behouden. In de nabije toekomst zal het aantal MBO's verder kunnen toenemen. Hoe sterk die ontwikkeling zal zijn kunnen wij niet voorspellen. De MBO-markt heeft naast structurele ontwikkelingen zoals opvolging in familiebedrijven, strategische heroriëntatie, het van de hand doen van overgenomen ondernemingen en toenemend ondernemerschap binnen de onderneming, ook te maken met cyclische aspecten die onder meer door de conjunctuur en rentestand worden bepaald. De vele succesvolle transacties uit het verleden zetten menige manager-zetbaas aan het denken. Misschien lukt het hem/haar ook om in geval van een structureel verlies het afslankings- en saneringsproces nog tijdens het verblijf bij het moederbedrijf in gang te zetten ter wille van een acceptabele kostenstructuur. En als de financiering alleen rond te krijgen is door relatief veel vreemd vermogen (een hoge 'leverage') aan te trekken, hoe kunnen de resultaten door efficiëntie- en produktiviteitsbevorderende maatregelen op korte termijn dan verbeterd worden? De hoge 'leverage' zorgt voor een hoge mate van veranderingsbereidheid in de organisatie en door een gericht eigen investeringsbeleid kan

de definitieve sprong naar zelfstandigheid worden gewaagd.

Uit ervaringen van directieleden die zelf een MBO hebben gerealiseerd, komt naar voren dat het management en personeel na de verzelfstandiging veel geconcentreerder aan de resultaten werkt door de sterke mate van (materiële en niet-materiële) betrokkenheid met het bedrijf.

Ook voor het moederbedrijf, dat er om publicitaire redenen bij gebaat is dat de resultaten van de voormalige dochter in de eerste paar jaar na de MBO niet desastreus dalen, vormt de MBO een volwaardig alternatief voor het verkopen van de dochter aan derden. Gesteld kan worden dat er door de ervaringen met MBO's uit het verleden een leereffect is opgetreden.

De *drempel* om een MBO uit te voeren wordt door het stijgende aanbod van 'venture capital' verlaagd. Het aanbod van 'venture capital' maakt het de managers mogelijk een concurrerend bod te doen als de moeder de dochter wil verkopen. Bij de beoordeling door participatiemaatschappijen of ze wel of niet zullen participeren in een buy-out wordt steeds meer gekeken naar cash flow-prognoses voor de komende jaren en naar het groeiperspectief. Daardoor wordt het voor managers in bedrijven in de dienstverlenende sector makkelijker om 'venture capital' te verwerven ter financiering van de buy-out. Echter de concurrentie met het alternatief verkoop aan derden zal zeker blijven indien de beoogde schaalvergroting van bedrijven in het kader van het wegvallen van marktbeperkingen tussen landen in Europa zich verder ontwikkelt.

Wij verwachten dat verhoudingsgewijs meer MBO's in de komende jaren zullen plaatsvinden in de sector *dienstverlening* en afhankelijk van het herstructureringsstempo in het bedrijfsleven verder in de industrie zullen afnemen. Absoluut gezien zal de industrie de grootste bron voor MBO's zijn. In toenemende mate zullen ook stafafdelingen MBO-kandidaten worden. De 'make-or-buy'-beslissing wordt ook voor staf- en hulpdiensten belangrijker. Als voorbeelden kunnen wij noemen software-, repro- en cateringafdelingen.

De meeste MBO's zullen van offensieve aard zijn. De geldende trend waarbij concerns zich concentreren op *kernactiviteiten* is naar onze mening nog niet voorbij. Zie bijvoorbeeld de recente aankondigingen van Wolters-Kluwer, Internatio-Müller, KLM, Nedlloyd en Philips om zich op de kernactiviteiten terug te trekken. Of de niet-kernactiviteit zal worden afgestoten door middel van een MBO zal mede afhangen van de strategische waarde ervan voor andere (industriële) gegadigden.

De gemiddelde uitkoopprijs zal verder stijgen. Het stijgende aanbod van 'venture capital' en de toenemende *internationale samenwerking* tussen participatiemaatschappijen stimuleren dit alleen maar.

Het management van zowel moeder- als dochteronderneming kan zich bij de onderhandelingen laten bijstaan door een steeds groter wordende groep van buy-out specialisten. Steeds meer fiscalisten, organisatie-adviseurs, notarissen, juristen en accountants hebben ruime ervaring met het realiseren van een 'deal' en specialiseren zich

in dit *marksegment* van de bedrijvenmarkt, waarbij in de praktijk blijkt dat een 'venture capital' instelling vaak de kennis en ervaring in huis heeft om vanuit verschillende disciplines te adviseren. Daarnaast kunnen managers bij de onderhandelingen in toenemende mate profiteren van de ervaringen van ondernemers die een aantal jaren geleden zelf een buy-out hebben uitgevoerd. Een aantal van hen heeft zich namelijk gevestigd als buy-out specialist en investeert zelf (o.m. het door de eigen MBO verdiende vermogen) in MBO's.

Na de verzelfstandiging zal een selecte groep aandeelhouders goed geïnformeerd willen blijven over het reilen en zeilen van het bedrijf en zal via een zetel in de Raad van Commissarissen invloed willen uitoefenen op het beleid, of althans de mogelijkheid hiertoe willen openhouden. Dit schept voor de nieuwe eigenaren, afhankelijk van de mate van zelfstandigheid voor de MBO, wellicht een nieuwe verplichting.

Het *managementcontract* dat de financier en het management team overeenkomen zal als onderdeel van de MBO-transactie in belang toenemen. Dit contract zorgt voor de nodige beloningsprikkels voor het management door bijvoorbeeld de mogelijkheid te geven zijn aandeel in het eigen vermogen te vergroten, het regelt mogelijke toekomstige exit-routes voor de financier (bijvoorbeeld een notering aan de beurs of op de parallelmarkt, verkoop van de aandelen aan het management) en voorziet in regelingen met betrekking tot de omzetting van cumulatief preferente aandelen in gewone aandelen als de overeengekomen financiële prestatie (bijvoorbeeld winst voor belasting) door het management team wordt gehaald.

Het toenemende aanbod van 'venture capital' kan het aantal MBO's doen stijgen. Of dat ook geldt voor LBO's, hangt niet alleen af van de buy-out specialist en het management. De heer Beelaerts van Blokland, een van de directeurs van Pierson, stelt in een interview in de Telegraaf (dd.15-11-88) dat een LBO, waarbij zeer weinig eigen geld en zeer veel vreemd vermogen gebruikt wordt voor de financiering van de uitkoop, in Nederland weinig kans van slagen heeft. Een van de redenen hiervoor is een wettelijke restrictie. Boek 2 BW bevat een bepaling (art. 207c) dat kopers van het bedrijf verbiedt een lening aan te gaan voor de aankoop van de eigen aandelen met als onderpand het bedrijf, de zogenaamde kapitaalklem. De zekerheden van de oude crediteuren worden hierdoor beschermd. Voor een juridische beschouwing welke mogelijkheden gebruikt kunnen worden om aan een bank zekerheid te verschaffen bij de financiering van de MBO wordt verwezen naar Slagter (1991, p.311). Daarnaast zijn de Nederlandse banken, in vergelijking met de Amerikaanse, meer terughoudend bij de verstrekking van kredieten bij MBO's, alhoewel die terughoudendheid in de afgelopen jaren wel wat afgenomen is. Verder is het niet te verwachten dat investeerders een beursgenoteerde onderneming op een vijandige wijze kunnen overnemen doordat vele ondernemingen zich tegen een vijandige overname beschermd hebben door allerlei beschermingsconstructies. Tenslotte heeft het management te maken met de Ondernemingsraad (OR) die advies moet geven over een financiële reorganisatie. De OR zal zich terughoudend opstellen als door de MBO

de solvabiliteit van de onderneming sterk verslechtert. Alhoewel het hier niet gaat om een instemmingsrecht zal een slechte relatie tussen OR en management de (arbeids)verhoudingen niet ten goede komen. Wij trekken op grond van bovengenoemde argumenten de conclusie, dat LBO's in Nederland geen hoge vlucht zullen nemen vanwege het toegenomen aanbod van 'venture capital'.

De publiciteit die veel succesvolle MBO's hebben gehad en het feit dat er steeds beter wordt voldaan aan de randvoorwaarden op financieel gebied om een MBO te kunnen uitvoeren, heeft ook een keerzijde. Hierdoor bestaat het gevaar dat rationele overwegingen om een levensvatbare MBO uit te voeren naar de achtergrond verdwijnen. Bij een levensvatbare MBO zijn de voordelen evenwichtig verdeeld over de participanten van de onderneming. De kans op mislukkingen wordt daardoor in de toekomst groter als MBO's als spectaculaire vermogenswinst-objecten worden beschouwd, waarbij het draagvlak voor de zich met vallen en opstaan ontplooiende ondernemingen door de hoge rente- en aflossingsverplichtingen wordt ondermijnd. De vermogensstructuur holt als het ware de organisatiestructuur voorbij door de introductie van een relatief grote component vreemd vermogen, waardoor rente- en aflossingsverplichtingen een zware hypotheek op de ontwikkeling van het bedrijf leggen. Wij doelen hierbij op een trend die uit de Verenigde Staten is komen overwaaien. Hieronder besteden we hieraan enige aandacht.

De offensieve trend en de toename van het aanbod van 'venture capital' kunnen ertoe leiden dat zich in de komende jaren een *nieuwe* trend in ons land gaat aftekenen, die in de VS sinds enkele jaren gemeen goed is. Voorheen lag daar het initiatief voor een MBO bij het concern- c.q. het dochtermanagement, al of niet aangespoord door een advies van een financier, wiens de rol getypeerd kon worden als die van bemiddelaar. Tegenwoordig treden de buy-out specialisten steeds meer op als agressieve marktbezoekers, die op zoek zijn naar rendabele investeringen. Daarbij is het voor de specialist niet relevant of het zittende management van de uit te kopen onderneming meewerkt, omdat men rechtstreeks zaken doet met de aandeelhouders. Het enige dat telt is het snel boeken van *vermogenswinst*.

In tegenstelling tot de VS, waar de aandeelhouders de dienst uitmaken, speelt in Nederland de directie wel een centrale rol. Wie dus een door financiële motieven gedomineerde MBO wil uitvoeren, kan dus niet om het management heen. Zonder medewerking van het management is er geen sprake van een MBO. Naast een aantal andere factoren die wij hieronder kort zullen bespreken, ligt het dus ook aan het management of het de trend uit de VS als passend bij de ondernemingscultuur beoordeelt. Wildenberg (1990, p.94) typeert deze rol van de financier als die van financieel acrobaat, waarmee hij wil aangeven dat de financiering van de buy-out gedomineerd wordt door een minimum aan risicodragend vermogen en een maximum aan vreemd vermogen. Door liquidatie en kostenbesparingen alsmede door de verkoop van de afzonderlijke onderdelen van de gekochte onderneming wordt een hogere opbrengst verkregen dan de betaalde koopsom. In de VS dient hiervoor als voorbeeld de buy-out van RJR Nabisco, waarbij

LBO-specialist Kohlberg, Kravis en Roberts het management van Nabisco afroefde met een bod voor een buy-out (geen MBO) dat hoger lag dan dat van het management.

Het is typerend voor deze trend dat de financier niet meer afwacht, maar zelf met een strategie komt en daarbij desnoods het management zelf uitzoekt. Deze tendens leidt tot vijandige buy-outs en zal in toenemende mate van zich doen spreken indien de vermogensverschaffers rechtstreeks toetreden tot de markt voor ondernemingen. Sommige buy-out specialisten gaan daarbij zover dat het management van de verkopende partij genegeerd wordt als onderhandelingspartner. Een vreemde gewaarwording voor de managers als de markt voor ondernemingsbestuur ineens door dergelijke buy-out specialisten wordt betreden.

3.5 Conclusies

In de periode 1980-1990 heeft de MBO zich in Nederland ontwikkeld tot een volwaardig instrument welke een bijdrage levert aan een gewenste c.q. noodzakelijke financiële en organisatorische herstructurering en van een onderneming. De volgende argumenten kunnen wij hiervoor geven:

- Uit publiek toegankelijke informatiebronnen concluderen wij dat in Nederland gedurende 1980-1990 circa 260 MBO's zijn uitgevoerd;
- Volgens ingewijden uit de banksector ligt dit aantal drie keer hoger in verband met de redenen van geheimhouding;
- Ongeveer 85 procent van de MBO's komt voort uit concerns;
- De toepassing van 'venture capital' bij MBO's is in 1991 ten opzichte van 1984 bijna verzesvoudigd (f 180 mln versus f 28 mln).

We zien daarbij dat het aantal offensieve MBO's toeneemt, terwijl de defensieve MBO steeds minder voorkomt. Dit ondersteunt de constatering dat de beeldvorming rond de MBO in positieve zin is veranderd. De eerste MBO's eind jaren zeventig en het begin van jaren tachtig waren in vele gevallen een laatste middel om de onderneming te redden en gingen daardoor vaak gepaard met inkrimping van het personeelsbestand. De MBO's in de tweede helft van de jaren '80 waren vaak het gevolg van een strategische heroriëntatie en konden goed voorbereid worden.

Daarnaast blijkt dat er verhoudingsgewijs een verschuiving is waar te nemen van MBO's in de industriële sector naar MBO's in de dienstverlenende sector.

De hoogte van de uitkooprijzen, alhoewel in de meeste gevallen niet bekend, stijgt. Gezien de verschuiving van defensieve naar offensieve MBO's is dit logisch. De hoogte van de financiële participatie en de invloed van participatiemaatschappijen in de MBO-transacties neemt daardoor toe. De participatiemaatschappijen gaan zich daarbij, onder andere genoodzaakt door de stijgende uitkooprijzen en om een positie te kunnen verwerven op de Europese 'venture capital' markt, steeds meer richten op internationale samenwerking. Of zij in hun financiële dienstverlening de zelfde normen ten aanzien van

de verhouding eigen/vreemd vermogen zullen gaan hanteren als hun Amerikaanse collega's valt nog te bezien. Voorlopig is voor de grotere bedrijven niet veel te vrezen van een jacht op MBO's, omdat de belangenafweging tussen kapitaal, arbeid en management stevig verankerd is in de structuurwet en de wet op de ondernemingsgraden. Zo bepaalt de structuurwet dat commissarissen verantwoordelijk zijn voor een aantal taken zoals de uitgifte van aandelen, vaststelling van de jaarstukken, aangaan van samenwerking, goedkeuring van investeringen, wijziging van de statuten en benoeming of ontslag van topmanagers en niet de aandeelhouders. Ook al bezit één aandeelhouder het overgrote deel van het aandelenkapitaal, hij zal vaak genoeg moeten nemen met slechts een zetel in de Raad van Commissarissen. In tegenstelling tot het Angelsaksische ondernemingsconcept, wordt de onderneming in ons land niet opgevat als een verlengstuk van de aandeelhouders. Voor de 'Board of Directors' in het Angelsaksische model zien de aandeelhouders er op toe dat het topmanagement (tevens lid van die zelfde board of directors) zich in haar uitoefening van taken laat leiden door de ultieme maatstaf vermogenswaarde. De onderneming wordt in eerste instantie beschouwd als een geïnvesteerde vermogenssom die rendement op moet opleveren. De manier waarop en de mensen waarmee komen op de tweede plaats.

In ons land wordt de onderneming veeleer gezien als een zelfstandige, op continuïteit gerichte entiteit met een 'eigen' vennootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van de deelbelangen van de participanten, zoals managers, personeel, vermogensverschaffers, leveranciers, afnemers, etc. Het topmanagement en de commissarissen dienen te handelen in het belang van de vennootschap en daarmee verbonden onderneming. Dit is een bewust gecreëerde ruimte voor besluitvorming die niet primair gericht is op het belang van de aandeelhouders, te weten maximalisatie van de vermogenswaarde.

Door de voortschrijdende internationalisering zullen de verschillen in ondernemingsconcept tot wrijvingen leiden. Zo heeft het management in continentaal Europa, waaronder Duitsland en Nederland, zich vaak bijvoorbeeld door middel van preferente aandelen of certificering tegen overname beschermd. In de Angelsaksische landen zijn dergelijke praktijken veel minder gebruikelijk. Momenteel beziet een commissie van de EG hoe integratie van beide ondernemingsconcepten in wetgeving gestalte dient te krijgen. Dat daarin aan de maatschappelijke functie van kapitaal meer invloed in het continentaal model wordt toegekend dan voorheen, lijkt vrijwel zeker nu er sprake is van een afnemende overheidsbemoedening.

Wij verwachten dat de MBO als transactie niet uit het strijdgewoel op de markt voor 'corporate control' verdwijnt, gezien de overvloed aan fondsen. Met name zal zij plaatsvinden in de sector dienstverlening en om offensieve redenen worden uitgevoerd. Het uitkopende management zal om de uitkoopprijs te kunnen financieren steeds vaker en in grotere mate een beroep (moeten) doen op participatiemaatschappijen, maar is in vergelijking tot de begin jaren tachtig beter in staat om financiers te selecteren en beter te onderhandelen over de MBO-transactie. Was in het begin van de ontstaansgeschiedenis

van de MBO de markt door verkopers gedomineerd en waren de financiële middelen de belangrijkste 'bottle neck', anno 1990 ligt dit geheel anders. Tegenwoordig is er hoe langer hoe meer sprake van actief opererende, kooplustige financiers (uit binnen- en buitenland) en is de 'bottle neck' verschoven naar de in toenemende mate relatief schaarse bedrijven en management die voor een MBO-transactie in aanmerking komen.

Naast structurele ontwikkelingen zoals opvolging in (familie)bedrijven, strategische heroriëntatie, alsnog van de hand doen van overgenomen ondernemingen, veranderingen in overnamebeschermingsmethoden en toenemend ondernemerschap, kent de MBO-markt ook cyclische aspecten, bepaald door conjunctuur, rentestand e.d. Met name deze laatste factoren bemoeilijken een prognose over de verwachte toename.

4 Empirisch onderzoek naar het ontstaan van MBO's en de economische prestatieverbetering

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk geven we een overzicht van onderzoeken uitgevoerd naar de economische prestaties van ondernemingen na een MBO. Hieronder verstaan wij de in financiële termen beschreven doelstellingen van de onderneming die op korte en op lange termijn de continuïteit van de onderneming waarborgen. Wij denken hierbij aan omzet, cash flow, winst, investeringen, marktaandeel etc. Voor een indruk van de rijke schakering 'prestatie-studies' presenteren we in 4.2 een lijst met relevante studies die in Groot-Brittannië en de Verenigde Staten op dit gebied zijn verricht. Zie hiervoor tabel 4.1. Wij vullen deze aan met exploratief onderzoek van eigen bodem, dat door middel van een terreinverkenning meer duidelijkheid wil scheppen in het vraagstuk welke factoren na de MBO de economische prestaties bepalen. In het kort vermelden we per onderzoek de periode waarin de onderzochte MBO's plaatsvonden, door wie het onderzoek is uitgevoerd, in welk land en hoeveel MBO's in het desbetreffende onderzoek onderwerp van studie waren. Tevens gaan wij na welke maatstaf is gehanteerd om de economische prestaties te meten en geven we beknopt de resultaten weer.

Om achter geldige verklaringen te komen, gaan we in de paragrafen 4.4 tot en met 4.7 nader in op de redenen en achtergronden die worden gegeven voor de opgetreden economische prestatieverbetering na een (divisionele) MBO. In 4.4. beschrijven wij de resultaten van het eerste empirische onderzoek naar de economische prestaties van MBO's in Groot-Brittannië van Wright en Coyne (1985), terwijl in de daarop volgende drie paragrafen meer recente empirische onderzoeken uit de Verenigde Staten aan bod komen, te weten dat van Kieschnick (1987), Kaplan (1988) en Singh (1990). Wij kiezen voor deze onderzoeken om de volgende redenen. Ten eerste is het onderzoek uit 1985 van de Britse onderzoekers Wright en Coyne tot nu toe een van de meest uitgebreide studies over (divisionele) MBO's, die op basis van interviews, enquêtes en case-studies ingaat op de economische prestatie na een MBO. Door de nauwkeurige vastlegging van de omvang en de analyse van de betekenis van het verschijnsel MBO voor Groot-Brittannië voor de diverse betrokken participanten van een onderneming, kan het als een standaardwerk op dit gebied worden beschouwd voor financieel en algemeen management. Als tweede reden noemen wij dat bij de onderzoeken uit de VS toetsing plaats vindt van hypothesen respectievelijk over het *ontstaan* van MBO's en over de gerapporteerde economische *prestatieverbetering*. Ondanks het feit dat Kieschnick en Kaplan in tegenstelling tot Singh over onderzoeksresultaten rapporteren van MBO's van beursgenoteerde nv's (de zogeheten 'going privates'), zijn wij van mening dat er voldoende overeenkomsten tussen divisionele MBO's en MBO's van beursgenoteerde ondernemingen bestaan, om een

vergelijking tussen beide categorieën te rechtvaardigen. Zie voor de motivering 4.5.1.

Het onderzoek van Kieschnick richt zich in de tijd gezien op de fase *voor* de MBO-transactie en onderzoekt financieel-economische kenmerken van de onderneming die de MBO voorspellen, evenals Singh in het eerste deel van zijn onderzoek. Wij plaatsen kanttekeningen bij de geldigheid van Kieschnicks argumenten voor het ontstaan van MBO-transacties voor Nederlandse ondernemingen. Tegelijkertijd beoordelen wij of de door bovengenoemde auteur gegeven argumenten tevens kunnen dienen als verklaring voor de sterk verbeterde economische prestaties na de MBO.

Kaplan richt zijn onderzoek op de fase *direct na* de MBO, te weten op de (financiële) resultaten van de bedrijfsvoering, evenals Singh in het tweede deel van zijn onderzoek. De drie onderzoeken vullen elkaar ons inziens goed aan.

Evenals dit het geval was bij het onderzoek uit 4.2, overheersen ook bij Kieschnick, Kaplan en Singh de in outputtermen beschreven *financieel-economische* argumenten ter verklaring van de economische prestatieverbetering. De financieel-economische verklaringen geven aan dat de produktiviteit na een MBO stijgt, de overhead daalt (Wright en Coyne) en dat het management voor waardecreatie moet zorgen (Kieschnick; Kaplan en Singh).

In 4.8 concluderen wij dat empirische verklaringen voor het ontstaan van de MBO en van de toegenomen economische prestatieverbetering na MBO niet los kunnen worden gezien van de interventies door het management. Echter aan de vraag hoe het management dat doet, gaan deze studies voorbij.

4.2 Een overzicht van onderzoek naar economische prestaties

In deze paragraaf bespreken wij beknopt de onderzoeken die in de VS, Groot-Brittannië en Nederland zijn verricht naar de economische prestaties van MBO's. Zie voor een overzicht tabel 4.1.

Uit de steekproef die Wright en Coyne (1985) nemen van alle MBO's die tot en met 1983 in Groot-Brittannië zijn uitgevoerd, komt naar voren, dat vergeleken met voor de MBO, de winstgevendheid, de relaties met de afnemers, de liquiditeitsplanning en de produktontwikkeling na de MBO verbeteren. Het onderzoek toont tevens ingrijpende veranderingen in de werkgelegenheid en de samenstelling van het management. In paragraaf 4.3 gaan wij nader in op dit onderzoek.

Bovengenoemde resultaten worden gesteund door onderzoek van Hanney (1986). Zij onderzocht 57 MBO's over dezelfde periode (1980-1983) als de bovengenoemde auteurs en vond winst- en omzetniveaus na de MBO die circa 80 % tot 90 % hoger lagen dan voor de MBO.

Het onderzoek van Wright en Coyne uit 1985, voor het merendeel gebaseerd op defensieve MBO's uit de periode van de recessie, is herhaald door Thompson, Wright en Robbie (1989) bij 182 MBO's. In tegenstelling tot het eerste onderzoek, bestond de groep

onderzochte MBO's voor het merendeel uit offensieve MBO's die tussen 1983 en 1986, een periode van economische herstel, een uitkoop realiseerden. Voor een uiteenzetting van de gehanteerde begrippen defensief en offensief wordt verwezen naar hoofdstuk 3. Als vergelijkingsmaatstaf voor de verbeterde winsten wordt de in het ondernemingsplan gehanteerde winst- en omzetprognose genomen. Het onderzoek levert een bevestiging op dat winst en omzet verbeteren na de MBO. In de gevallen waarin de verzelfstandigde ondernemingen afzetrelaties met het moederbedrijf onderhielden, geeft de bevrijding van de opgelegde beperkingen van het concern ook nieuwe impulsen aan produktontwikkeling en een gevarieerder klantenbestand. Ook de contacten met de klant en leverancier verbeteren.

Eén-derde van de door concerns afgestoten MBO's kreeg cash flow-problemen. De moeilijkheden om voor de MBO over de kasstroom te beschikken, zijn bij hen na de MBO vervangen door problemen met de betaling van sterk verhoogde rente- en aflossingsbedragen aan de financiers (Thompson and Wright 1987, p. 5-22).

Een onderzoek naar de economische prestaties na de MBO door de Warwick Business School (1989) bevestigt de verbetering tijdens de eerste drie jaar na de uitkoop door leden van het zittende management. Als maatstaven voor de ondernemingsprestaties hanteren de onderzoekers de groei van de omzet, de winst voor belasting, de rentabiliteit van het totaal geïnvesteerde vermogen, de mate waarin de activa worden benut voor de verkopen (asset turnover) en een maatstaf voor werkkapitaal, namelijk de omloopsnelheid van de voorraden. Op de langere termijn, circa 4 tot 7 jaar na de MBO, zijn de scores op bovenstaande maatstaven slechter dan die van de korte termijn en ook slechter dan het gemiddelde van de branche. Echter sommige van de onderzochte ondernemingen zijn geen MBO's, maar IBO's en missen daardoor ons inziens de invloed die uitgaat van de convergentie in een centraal punt van management en eigendom. Verder is de studie van 58 bedrijven in omvang te gering om in zijn algemeenheid conclusies te kunnen trekken, gelet op de 200 tot 300 MBO's die in Groot-Brittannië vanaf 1982 jaarlijks plaatsvonden. Een onderzoek naar de economische prestaties onder 366 door de Engelse beleggingsmaatschappij 3i gefinancierde MBO's weerspreekt de verslechtering van de resultaten over 4 - 7 jaar uit de Warwick-studie. Het rendement op MBO's lag namelijk hoger dan dat van alle andere 3i-investeringen (Bannock, 1990).

De marktwaarde van MBO's die na verloop van tijd beursnotering verwerven, ligt zowel voor als na beursgang hoger dan marktindicés, hoewel de waarde van de onderneming na beursgang enige teruggang toont (Thompson, Wright and Robbie, 1989 en Wright, et.al., 1987).

Ook de omvang van de participaties in het eigen vermogen door het uitkopende management heeft voor de verklaring van de economische prestaties van onderzoekers de aandacht getrokken. Jensen en Murphy (1990, p. 141) komen tot de conclusie dat hoe hoger het aandeel van de manager/eigenaar in de uitstaande aandelen van de MBO-

onderneming is, des te beter zijn de winstcijfers van de onderneming. Deelname in het eigen vermogen schept volgens deze auteurs een zeer sterk feedback-effect om waardevermindering in de betekenis van aandeelhouderwaarde (waarde van de aandelen plus het dividend) te voorkomen. Om het management op zijn financiële prestaties voor de onderneming zo goed mogelijk te kunnen beoordelen en te motiveren, worden behalve persoonlijke deelname in het aandelenkapitaal door de manager verder als stuurmiddelen gebruikt: de relatief hoge bankschuld, de converteerbare obligatielening, 'equity ratchets'⁹, vertegenwoordiging in de Raad van Commissarissen en tamelijk gedetailleerde rapportage-voorschriften. Thompson, Wright en Robbie (1990b, p. 1-p. 22) vinden echter evenals Jensen en Murphy dat het aandeel van de uitkopende manager in het eigen vermogen van de onderneming de meest bepalende factor is voor het economisch succes na de MBO. Naarmate de manager een groter aandeel in het eigen vermogen bezit, des te groter is het verschil tussen marktwaardestijging van de onderneming gedurende de periode tussen MBO en beursgang en de voor risico gecorrigeerde marktwaarde van de onderneming, rekening houdend met grootte en branche. Een 10 % vergroting van de participatie in de uitstaande aandelen van het uitkopende management correspondeerde met een toename van 25 % van de 'excessive return' (het verschil tussen marktwaarde en de voor risico gecorrigeerde marktwaarde). Daarentegen blijken motivatieprikkels als 'ratchets' en de hoogte van het vreemde vermogen niet gecorreleerd met de zogenaamde 'excessive returns'. Bovengenoemd onderzoek betreft weliswaar slechts 28 van de circa 200 MBO's die na de verzelfstandiging beursnotering verwerven, zodat de resultaten niet representatief behoeven te zijn voor alle beursgenoteerde MBO's.

Aangezien de omvang van het personeelsbestand van een bedrijf van invloed is op de economische prestaties besteden wij in het kort aandacht aan een vervolg op de studie van Wright en Coyne (1985) naar de effecten voor de werkgelegenheid. Thompson, Wright, Chiplin en Robbie (1990a) signaleren dat het percentage ondernemingen dat na een MBO personeelsreductie toepast van 44 % naar 25 % was gedaald. Het algemene economisch herstel wordt hiervoor mede verantwoordelijk geacht. Het aantal banen dat vanwege de MBO verloren ging, loopt eveneens terug namelijk van 18 % naar 6 %. Hoewel de werkgelegenheid na een MBO de tendens heeft te stijgen, wordt niet het niveau bereikt van voor de MBO. De onderzoekers menen dat de MBO's doorgaans in de zwakke bedrijfstakken plaatsvinden en dat de MBO's een remmende invloed op de werkloosheid hebben gehad.

In Nederland is voor zover ons bekend het eerste onderzoek naar het effect van MBO's op de werkgelegenheid uitgevoerd door Van Doorn, De Jong en Wever (1986). Zij meten de werkgelegenheid van de MBO in de 'concernperiode' met die in de 'zelfstandige periode'. Aangezien hun onderzoeksperiode 1977-1984 samenviel met een periode van

⁹ Financiële prikkel voor het uitkopend management om, in geval de van te voren afgesproken financiële doelstellingen na de MBO worden gerealiseerd, zijn aandeel in het gewone aandelenkapitaal uit te breiden van de onderneming tegen van te voren overeengekomen prijzen.

economische neergang, zijn de door hen gerapporteerde personeelsreducties mede beïnvloed door de defensieve MBO's.

De Amsterdamse Investeringsbank (1990, p. 22) betreft in haar onderzoek een langere periode, namelijk van 1980 tot 1989, en rapporteert gunstig over de economische prestaties. In het onderzoek worden maatstaven gehanteerd als winstgevendheid, rentabiliteit van het eigen vermogen, de balansontwikkeling en de werkgelegenheid. Na vier jaar ligt in 70 % van de gevallen de werkgelegenheid hoger en in 30 % van de gevallen lager dan het niveau van de werkgelegenheid van voor de MBO.

Lichtenberg en Siegel (1989, p. 34) onderzoeken de groei van de produktiviteit van MBO-ondernemingen en vergelijken die met de groei van de produktiviteit bij ondernemingen uit dezelfde branche die geen (M)LBO uitvoerden. Zij concluderen op grond van hun onderzoek onder MBO's en LBO's met een uitkoopsom van meer dan \$ 35 mln dat deze ondernemingen voornamelijk indirecte arbeid vervangen door directe arbeid. Zij karakteriseren de ondernemingen na een MBO als "production-labor-using, nonproduction-labor-saving, organisational innovations". Dit houdt in dat de intensiteit van de inzet van de direct produktieve arbeid toeneemt en de staffuncties sterk verminderen ter besparing op centrale overheadkosten. → kost

Uit de hierboven besproken onderzoeken blijkt dat er nog weinig bekend is over de strategische, organisatorische en operationele gevolgen van de MBO in het licht van de prestatieverbetering. Aanzetten hiervoor kunnen gevonden worden bij Wright en Coyne (1985, p.160), Jones (1988, p.15 e.v.) en de onderzoeken van Sliepenbeek (1988b, p. 90-92), Annink (1990, p. 96) en De Jong (1991, p. 11). Wright en Coyne rapporteren over herschikkingen in het management en veranderingen in de (commerciële) wijze waarop de bedrijven na de MBO de klanten benaderen. Annink (1990, p. 75) legt via een viertal case studies een niet empirisch getoetst, doch wel plausibel, verband tussen kenmerken als vrijheid, volwassenheid, vormgeving, voorbereiding en verandering van het verzelfstandigde bedrijf en de verbeterde economische prestaties na de MBO. De Jong bestrijkt een beperkter en daardoor beter afgegrensd onderzoeksterrein dan Annink. Via analyse van een elftal cases gaat hij na op welke wijze het sociaal ondernemingsbeleid een bijdrage levert aan een effectieve implementatie van de MBO. Beide onderzoeken zijn verkennend van aard.

Hieronder vatten wij de bovengenoemde onderzoeken in tabel 4.1 beknopt samen.

Onderzochte Periode	Auteur(s) / Land	Aantal MBO's	Maatstaf Economische Prestaties	Effect	Toelichting Onderzoek
1973-1980	DeAngelo, DeAngelo & Rice (1984) VS	72	aandeelhouderwaarde jaar na MBO	+22%	na de aankondiging van de going private in de VS;
1979-1984	Lowenstein (1985) VS	28	belastingbesparing door hogere afschrijvingsbedragen en rentelasten	+	geen aan de productie gerelateerde bron van opbrengst;
1981-1983	Wright & Coyne (1985) Eng	111	activa produktontwikkeling gearing (leverage) financial service cost rendement op investeringen; verkopen werkgelegenheid	+ + - - + -	korte termijnresultaten; geen data langere periode beschikbaar; verbetering in controlsystemen en relaties met afnemers;
1980-1983	Hanney (1986) Eng	57	winst omzet	+ +	idem als Coyne & Wright;
1977-1984	Van Doorn, De Jong & Wever (1986) . Nld	112	werkgelegenheid	-	zowel MBO's als IBO's;
1983-1986	Thompson, Wright & Robbic (1989) Eng	182	verschil tussen werkelijke en geplande winst en cash flow	+ +	
1984-1986	Wright, Robbic & Coyne (1987) (uitbreiding studie door Wright en Coyne uit 1983) Eng	102	vergelijking tussen prijs v/h aandeel in de MBO-onderneming met de markt en de werkgelegenheid	+ -	veranderingen in het management team; groei van de winsten van MBO's neemt langzaam af; banenverlies van 18 naar 6%;

Onderzochte Periode	Auteur(s) / Land	Aantal MBO's	Maatstaf Economische Prestaties	Effect	Toelichting Onderzoek
1984-1987	Lloyd (1987) Eng	81	aandelenprijs MBO's vergeleken met Financial Times Stock Exchange 100-index	+ 13%	
1980-1988	Jones (1988) Eng	20	management informatiesystemen	+	aanpassing planning en controlsystemen; meer toegespitst op wensen van de directie en financiers;
• 1981-1985	Sliepenbeek (1988) Nld	7	Omzet, winst cash flow	+	case-studies geen longitudinaal onderzoek; turnaround management en MBO staan centraal;
• 1983-1987	Muscarella & Vetsuypens (1989) VS	72	winst kostenreductie efficiëntie	+ + +	divisionele MBO's; hogere efficiëntie dan andere MBO's;
1971-1983	Bull (1989) VS	25	efficiëntie winst	+ +	verband met betere benutting activa en entrepreneurial management;
• 1980-1987	Warwick (1989) Eng	58	winst voor bel. omzet omloopsnelheid van de voorraden verkoop/activa	+/- +/- +/- +/-	de eerste drie jaar na de MBO betere economische prestaties dan de branche; in de jaren 4 - 7 na de MBO slechtere economische prestaties dan de branche;

Onderzochte Periode	Auteur(s) / Land	Aantal MBO's	Maatstaf Economische Prestaties	Effect	Toelichting Onderzoek
1980-1987	Kitching (1989) Eng	110	omzet in % van de omzet in het MBO-jaar	+	2 à 3 jr na de L/MBO; Het onderzoek bestaat uit 60% Amerikaanse LBO's en 40% Engelse MBO's;
1981-1987	Lichtenberg & Siegel (1989) VS	1132	totale produktiviteit over 6 jaar per fabriek + VS		alleen transacties van > \$ 35 mln; vergelijking LBO's met ondernemingen uit de zelfde bedrijfstak die geen LBO uitvoerden;
1980-1986	Kaplan VS	76	cash flow gerelateerde variabelen als: bedrijfsresultaat investerings netto cash flow	+ - +	vergeleken met 1 jaar voor de MBO stijgt het bedrijfsresultaat met 24% en de cash flow met 80% in het derde jaar na de MBO.
1980-1987	Singh VS	120	cash flow en verkoop gerelateerde variabelen	+ +	MBO-kandidaten vertonen hogere liquiditeit en overnamebiedingen dan controlegroepen; na de MBO liggen bedrijfsresultaat, kostenbesparing en verkopen hoger dan bij de controlegroep. Divisionele MBO's presteren beter dan MBO's van onafhankelijke bedrijven;

Onderzochte Periode	Auteur(s) / Land	Aantal MBO's	Maatstaf Economische Prestaties	Effect	Toelichting Onderzoek
● 1980-1989	Barnock (1990) Eng	366	rendement op investeringen bij een investeringsbank; in 63 % van de gevallen nam winstgevendheid van MBO's toe;	+ +	enquête en interviews en financiële data; voor jaar 1 t/m 4 na MBO zijn de rendementen op investeringen in MBO's vergeleken met andere investeringen;
● 1982-1989	Thompson Wright & Robbie (1990) Eng	28	buitengewoon rendement MBO vs markt	+ 	MBO's die naar de beurs gaan vertonen hoger buitengewoon rendement bij grotere deelname management in het eigen vermogen;
1977-86	Smith (1990) VS	58	<u>winst, toegevoegde waarde en verkopen</u> als % van de activa werkkapitaal	+ + +	vergelijking met controlegroepen;
● 1984-1988	Annink (1990) Nld	4			een viertal case studies benadrukken de redenen voor succes na een MBO: zelfstandig ondernemen; bestaande klantenkring, management; leverage; nieuwe verdeling aandeelhouderschap en organisatieverandering;
● 1980-1990	Amsterdamse Investeringsbank (1990) Nld	30	omzet, winst, werkgelegenheid rendement eigen vermogen, solvabiliteit	+ , + + + +	jaarrekeningen van 4 opeenvolgende jaren;

Onderzochte Periode	Auteur(s) / Land	Aantal MBO's	Maatstaf Economische Prestaties	Effect	Toelichting Onderzoek
X 1991	De Jong (1991) Nld	11	personeelsplanning; + training en opleiding + interne communicatie + resultaat afhankelijke beloningselement +		exploratieve case studies naar de bijdrage van sociaal beleid aan een effectieve implementatie van een MBO

Tabel 4.1: Overzicht empirische 'performance' literatuur

4.3 Conclusies

Uit bovenstaande opsomming van onderzoeksresultaten met betrekking tot de economische prestatieverbetering na de MBO concluderen wij het volgende:

1. De meeste onderzoeken melden op *korte termijn* positieve effecten. Het onderzoek richt zich vooral op de vergelijking van de resultaten van 1 jaar voor de MBO met die van 1 à 2 jaar erna. Over de economische prestaties op *lange termijn* bestaat onduidelijkheid. De studie van Warwick (1989) constateert drie jaar na de MBO slechtere economische prestaties dan de branchegemiddelden in tegenstelling tot de studie van Bannock (1990).
2. De meest gebruikte criteria zijn *financieel-economisch* van aard en in outputtermen beschreven, zoals: aandeelprijzen, aandeelhouderwaarde, winstgevendheid, efficiëntie, omzet, cash flow, rendement op investeringen, buitengewone winsten, financiële ratio's, etc.
3. Empirisch onderzoek naar de veranderingen in *strategische, organisatorische en operationele condities* na de MBO ontbreekt of is fragmentarisch van aard en bovendien zijn de gebruikte data niet van longitudinale aard. De wijze waarop management waarde creëert, wordt niet of slechts oppervlakkig onderzocht. Toch dient het een aantal ondernemersfuncties (Van Someren 1991, p.11 e.v.) uit te oefenen, zoals organisatie, onzekerheidsreductie en innovatie. In deze studie naar de waardecreatie wordt nader ingegaan op de organisatie na een MBO, omdat bezit van de onderneming door het management de uitoefening van de ondernemersfunctie, organisatie, mogelijk maakt. Door een vergelijking met de organisatie voor de MBO te maken, gaan wij na wat de nieuwe aandeelhouder / ondernemer onderneemt om de onderneming beter te organiseren dan de concurrentie. Daarbij worden zowel het strategisch als operationeel aspect betrokken. In onze ogen zijn het noodzakelijke

voorwaarden voor het creëren van (surplus)waarde, met als doel de continuïteit van de onderneming te waarborgen.

4. Er ontbreken Nederlandse studies die de gevonden resultaten vergelijken met de economische prestaties van controlegroep-ondernemingen of *branche gemiddelden*.

Uit nadere bestudering van de onderzoeken uit tabel 4.1 leiden wij af dat het niet duidelijk is of alleen door interventies van het management de economische prestaties na de MBO zijn verbeterd. En indien dit zo is om welk soort interventies het gaat. Een voorbeeld van elkaar *tegensprekende* onderzoeksresultaten treffen wij aan in tabel 4.1 bij de onderzoeken van Lowenstein (1985) en Bull (in Amihud 1989, p.82 e.v.) In tegenstelling tot Bull ontkent Lowenstein enig verband tussen economische prestaties en de bedrijfsvoering na de MBO en zoekt de verklaring in opgelopen rentebetalingen, verhoogde afschrijvingen en inkoopkosten bij afwezigheid van waarneembare operationele veranderingen. Muscarella en Vetsuypens (1989) wijzen op het belang van sanering van de productie respectievelijk het assortiment voor de verbeterde economische prestaties. Divisionele MBO's zouden het vooral na de MBO van de verbeterde efficiëntie moeten hebben.

Simpelweg aankondigingen van 'going privates' doen blijkbaar de aandeelhouderwaarde, de aandeleprijzen en de buitengewone rendementen van de desbetreffende onderneming stijgen, vooral als het management het initiatief ertoe neemt.

Weer andere studies wijzen op de effecten van 'entrepreneurial management', zoals effectiever gebruik van de activa, vermindering van het werkkapitaal, betere kwalitatieve en kwantitatieve benutting van het personeel, turnarounds en lagere overhead.

In de paragrafen 4.4 tot en met 4.7 gaan wij nader in op de resultaten van empirisch onderzoek naar de verklaringen voor de verbeterde economische prestaties na MBO. Uit de interviews die Wright en Coyne bij 111 management teams hielden, blijkt eenduidig dat produktiviteit en overhead sleutelbegrippen zijn in de analyse van de oorzaken voor economische prestatieverbetering. Daarnaast hebben wij gekozen voor studies die zorg besteden aan de empirische toetsing van de verschillende hypothesen over respectievelijk het ontstaan van MBO's en de daarna opgetreden economische prestatieverbetering. Hiertoe bespreken wij de resultaten van empirisch onderzoek door Amerikaanse wetenschappers Kieschnick, Kaplan en Singh.

Zij dienen duidelijkheid te verschaffen over de betekenis van het uitkopend management voor de waardecreatie na de MBO en testen specifiek daarvoor geformuleerde hypothesen.

4.4 Onderzoek van Wright en Coyne

4.4.1 Inleiding

Het onderzoek van Wright en Coyne uit 1985 geeft zowel een indruk welke economische prestaties na de MBO verbeteren alsmede de achtergrond ervan. Het onderzoek betreft een steekproef van 111 MBO's uit een populatie van ongeveer 700 buy-outs in Groot-Brittannië uit de periode 1980-1983. Het onderzoek naar de economische prestaties onder MBO's, verricht tegen de achtergrond van de herstructurering van de Britse industrie, was vooral gericht op informatie over de werkgelegenheid, de wijze van marktbenadering en de investeringsniveaus na verzelfstandiging. In dit onderzoek zijn veel defensieve MBO's vertegenwoordigd als gevolg van de economische recessie uit de begin tachtiger jaren. Daarom zouden wij kunnen verwachten dat onderstaande gegevens niet representatief zijn voor de met name in de tweede helft van de jaren tachtig voorkomende offensieve MBO's. Echter uit een vervolgonderzoek onder 102 offensieve MBO's door Wright, Robbie en Coyne (1987) kwamen geen wezenlijk andere cijfers over rendement op investeringen, winst en omzet naar voren, afgezien van een geringer percentage MBO's dat het personeelsbestand na de transactie verlaagde en een lager percentage banenverlies onder MBO's. Om die reden vinden wij het verantwoord om de belangrijkste bevindingen uit hun onderzoek hieronder samen te vatten.

4.4.2 Economische prestaties

Werkgelegenheid

Van de 111 MBO's verlaagde 44,1 % de omvang van het personeelsbestand. Gerekend over het totale aantal "fulltime" banen daalde de werkgelegenheid bij die bedrijven van 18.903 voor de MBO naar 15.479 op het moment van de transactie. Een paar jaar na de MBO steeg de werkgelegenheid weer tot 17.517. Ook de parttime-banen verminderden van 802 naar 708. De MBO's (23) die plaatsvonden als gevolg van pensionering van de stichter/eigenaar vertonen in vergelijking met de personele omvang voor de MBO de beste werkgelegenheidsprestatie, namelijk 2.856 vlak voor de MBO tegen 3.421 erna. MBO's (5) die voortkwamen uit gefailleerde onafhankelijke bedrijven lieten verhoudingsgewijs de grootste daling zien: van 953 voor de MBO naar 429 na de MBO. Zij worden gevolgd door MBO's (15) uit concerns die in financiële problemen verkeren. Deze groep kent voor de MBO een personeelsbestand van 2.704 en na de MBO 2.504. De groep 'divestiture' MBO's is relatief het sterkst vertegenwoordigd. Bij de 68 bedrijven uit het onderzoek ging de werkgelegenheid in totaal terug van 12.390 naar 11.163. Hoewel de totale werkgelegenheid daalt na de MBO, zou deze veel sterker zijn gedaald indien de bedrijven in plaats van verzelfstandigd failliet waren gegaan.

Markt

Er ontstaan na de MBO bij circa 80% van de 111 bedrijven betere relaties met de leverancier en met de klant. Het merendeel bouwt de afhankelijkheid af van de omzet van de voormalige moeder. Bij vooral de voormalige dochterbedrijven (n=83) wordt na de MBO hard gewerkt aan verbetering van de bestaande producten, de introductie van nieuwe producten op bekende markten en nieuwe producten op nieuwe markten. Bij circa 25 % vindt geen verandering plaats.

Investerings

Opmerkelijk is het hoge percentage MBO's dat na de transactie investeert in kapitaalgoederen als gebouwen en machines. Slechts 10% investeert niet.

Verkopen en winst

Van de 34 MBO's meldt 67% na twee jaar een substantiële tot enige toename van de winst respectievelijk omzet. Bij de resterende 77 MBO's jonger dan 2 jaar rapporteert bijna de helft betere omzetten en winsten, maar beoordeelt circa 40% de situatie als slechter.

Kasstroom en liquiditeit

Bijna 47% kent geen enkel probleem met de cash flow. Bij circa 22% is na de MBO het kasstroomprobleem opgelost. Bij 31 % van de MBO's is er na de MBO wel een probleem met de kasstroom. Van deze groep van 35 bedrijven komt de MBO in 24 gevallen voort uit een desinvestering van het moederbedrijf. MBO's uit gefailleerde moederbedrijven zien kans cash flow problemen te voorkomen.

4.4.3. Achtergrond van de toegenomen economische prestaties

In tabel 4.2 noemen Wright en Coyne (1985, p. 145) factoren die van invloed zijn op de bedrijfsresultaten na MBO. De managers die een MBO realiseerden, werden verzocht aan te geven welke factor zij het belangrijkste vonden voor het bedrijfsresultaat. Meer dan 1 antwoord was mogelijk. Ruim 50 % van alle onderzochte MBO's noemen kostenbeheersing (3), productiviteits-verbetering (2) of een verbeterde concurrentiepositie (1) als belangrijkste verklaring voor de verbeterde resultaten na de uitkoop. De verklarende factoren zijn alle in geld uit te drukken maar kunnen naar hun aard onderscheiden worden in marketing-technische (1, 5, 6), financiering-technische (4, 8, 9) en organisatorische en technologische (2 en 3) factoren. Voor productiviteit geldt dat het een maatstaf is voor de bijdrage van een organisatorische eenheid en diens verantwoordelijke managers aan het behalen van de doelstellingen van de organisatie. Dit betekent dat de productiviteit als cijfer wordt opgebouwd uit prestaties van planning en uitvoering waarover door de afdelingen wordt gerapporteerd.

Factor	Direction of effect			
	favourable		unfavourable	
	No.	%	No.	%
(1) Industry / Market	23	20.7	15	13.5
(2) Productivity	19	17.1	nvt	nvt
(3) Overhead	18	16.2	nvt	nvt
(4) Profit Margins	8	7.2	12	10.8
(5) Purchasing Policies	8	7.2	2	1.8
(6) Development / New Markets	5	4.5	2	1.8
(7) Extraordinary Items (e.g.: reorganisation-costs; fees, etc.)	5	4.5	11	9.9
(8) Financing	3	2.7	2	1.8
(9) Currency variations	2	1.8	2	1.8

Tabel 4.2: Factors Affecting Profits For the Last Completed Financial Year¹⁰

Uit de tabel 4.2 blijkt verder dat een verklaring van de verbeterde economische prestaties rekening zal moeten houden met een *gecombineerde* invloed van financiële, commerciële en organisatiekundige veranderingen. Over de factoren productiviteit en overhead wordt door de respondenten uitsluitend gunstig geoordeeld voor wat betreft de richting van het effect. Bij de overige bedrijfsresultaat beïnvloedende factoren is er volgens bovengenoemde tabel geen sprake van een uitsluitend gunstige invloed op het bedrijfsresultaat. Het onderzoek werkt de invloedsfactoren productiviteit en overhead, die volgens de geïnterviewde managers uitsluitend gunstig zijn voor het bedrijfsresultaat, niet verder uit. Hierdoor ontstaat geen inzicht in een eventuele samenhang tussen operationele, organisatorische en strategische aspecten van de gerealiseerde verbeteringen na een MBO. Het onderzoek gaat niet na welke maatregelen het management neemt na de MBO om de bedrijfsresultaten positief te beïnvloeden. Verder wordt geen inzicht gegeven of de prestatieverbetering voor meerdere jaren achtereen geldt en of MBO's beter presteren dan de concurrentie of het branchegemiddelde.

Wright en Coyne zoeken de verklaring van de gunstige bedrijfsresultaten in de strenge selectiecriteria van de externe vermogensverschaffers voor managers die een MBO beogen. De criteria die zij stellen ten aanzien van de *kwaliteit en motivatie van het management*, de *financierbaarheid* van de buy-out en de *levensvatbaarheid* van de onderneming, leiden volgens hen vanzelf tot de verzelfstandiging van gezonde ondernemingen met gering faillissementsrisico. Immers, de financiering van de meeste MBO's zal gepaard gaan met vergroting van het aandeel vreemd vermogen en de inbreng van nieuw eigen vermogen. De hiermee gepaard gaande hogere risico's (financiering met meer vreemd vermogen leidt tot hogere risico's) vereisen intensieve vormen van toezicht en zeggenschap door de verschaffers van dit eigen vermogen (het zittende management en

¹⁰ Basis voor percentages = 111

externe financiers). In een latere studie wordt evenwel aandacht besteed aan een empirische onderbouwing van bovenstaande verklaring (Thompson en Wright 1987, p 5-p.22).

Wij kunnen geen uitspraak doen over de eventuele 'succesformule' van MBO's. Vanwege de grote onderlinge verschillen tussen MBO's is het onmogelijk om over dé 'management buy-out' te spreken. Op basis van hun onderzoek onder 111 directieteamen die een uitkoop realiseerden, stellen Wright en Coyne dat de belangrijkste kenmerken van succesvolle MBO's in drie groepen kunnen worden ondergebracht, te weten:

1. kwaliteit van het management
2. financiering van de MBO
3. economische levensvatbaarheid van de MBO.

Hieronder gaan wij op deze factoren nader in.

4.4.4. *Kwaliteit van het management*

De succeskans van de MBO wordt in belangrijke mate bepaald door de *samenstelling en capaciteiten* van de uitkopende directieleden. Zij moeten zowel gemotiveerd als competent zijn. Volgens Webb (1985, p.11) wordt zelfs de beslissing van de financiers over de deelname in het (vreemd) vermogen van de MBO in eerste instantie bepaald op grond van hun inschatting van de capaciteiten van het management. Zo belangrijk is het uitkopend management in de ogen van de financier.

Een succesvol management team dient individueel of als groep over een tweetal eigenschappen te bezitten te weten: *ondernemerskwaliteiten en managementkwaliteiten*. Bij MBO's treffen wij volgens Webb (1985, p.159) verschillende stereotypen van ondernemers aan. De 'ubiquitous' en de 'elite' (independent) ondernemers. De eerste is het type ondernemer dat meestal een klein bedrijf leidt met geringe groeimogelijkheden. Het wordt vaak waargenomen bij concerns/dochters in liquidatiegevaar. Het beleid van dit type ondernemer is gericht op behoud van de werkgelegenheid (continuïteit). Anderzijds leidt het 'elite' type ondernemer een succesvolle onderneming met groeimogelijkheden. De ondernemer van het laatste type ziet kans om grote individuele successen (rentabiliteit) te behalen en komt veelal voor bij ondernemingen met groei-kansen. De groei- of stagnatie-kenmerken van de branche bepalen hoe de weg tot de economische prestatieverbetering na MBO wordt ingezet en bepalen de aard en het type ondernemerschap dat daarbij past c.q. ontstaat.

De potentiële financiers beoordelen in hoeverre managers in dienst van de onderneming belangrijke ondernemerseigenschappen bezitten zoals motivatie en ambitie, risicovoorkeur en talent voor het signaleren van nieuwe behoeften/ontwikkelingen in de markt. De beoordeling van de kwaliteit van het management vindt in de praktijk gewoonlijk

plaats aan de hand van onderstaande criteria:

- het 'business plan' van het management. In dit *ondernemingsplan* worden de ideeën van het management over de toekomstige ontwikkeling van de produkt/markt combinatie's onderbouwd met een strategisch plan. Het plan wordt vergezeld van financiële prognoses met betrekking tot de winst, omzet, cash flow behoefte e.d.;
- de *deelname* van het management in het eigen vermogen. Hoewel het aandeel van het management in het eigen vermogen van de MBO vaak beperkt is, toont het hiermee aan te beschikken over ondernemingsgeest. De bereidheid risico's te aanvaarden, ten koste van persoonlijke welvaart, geeft de financiers extra zekerheid dat het management vertrouwen heeft in de toekomst en sterk gemotiveerd is om met de onderneming successen te behalen en niet bij de eerste tegenslag het bijtje erbij neer te gooien;
- de 'track record' van het management. In tegenstelling tot startende ondernemingen beschikt het over een *staat van dienst* voor de verzelfstandiging, tot uiting komend in carrièreverloop, ervaring en prestaties. De uitkopende directieleden dienen over de juiste managementkwaliteiten te beschikken. Vaak hebben zij reeds een schat aan ervaring opgedaan als management van een dochteronderneming, zijn gewend te werken met budgetten, jaarplannen en maandrapporten en zullen naar verwachting na de MBO een goed functionerend informatiesysteem opzetten.

Hun onderzoek wees uit dat het uitkopend management team vooral wordt beoordeeld op de volgende drie punten:

- (1) de '*skills*' van het management team als geheel. De belangrijkste functionele gebieden als marketing, financiën, productie, inkoop en verkoop moeten in het team vertegenwoordigd zijn.

In dit verband halen wij twee citaten aan. Het eerste komt uit het boek van Webb (1985) waarin Mills op pagina 45 stelt dat:

"...the fundamental reason for a buy-out failing lies with management whose narrow expertise and career within a large group is suddenly inadequate to the wider demands of a smaller but autonomous business."

Het tweede citaat is van Arnfield e.a. (1981, p.12), zij stellen:

"The problem for a lender in assessing the potential of management is that the latter have no track record in certain aspects of running an independent business such as raising finance in the market-place rather than in the Group Finance Director's Office."

- (2) de *zelfstandigheid* van het team. Kan het team functioneren los van het moederbedrijf? In hoeverre was het slechte functioneren mede te danken aan de restricties die de moeder de dochter oplegde? Cruciaal bij de beoordeling is of het management over voldoende souplesse beschikt om *veranderingen* door te voeren of

dat het moeite heeft om een objectieve kijk op de toekomst van het bedrijf te ontwikkelen, daarbij gehinderd door te veel vereenzelviging met het beleid uit het verleden.

- (3) de aanwezigheid van een *'leading light'* in het team. In alle door Wright en Coyne uitgevoerde case-studies nam iemand uit het team de leiding bij het voeren van de onderhandelingsgesprekken met de concernleiding. Deze *'leading light'* dient te beschikken over een breed scala ondernemers- en managementkwaliteiten.

Daarnaast zullen in veel gevallen de nieuwe aandeelhouders via een zetel in de RvC een zekere vorm van toezicht claimen.

In verhouding tot startende ondernemingen vertonen de MBO's in Groot-Brittannië waarschijnlijk als gevolg van de strenge selectie van het uitkopend management door de financier en de aandacht van de nieuwe aandeelhouders voor het wel en wee van het bedrijf, een gering percentage faillissementen (10-15%). Ook vergeleken met fusies is de succeskans van MBO's groter. Van alle fusies acht 50% zich geslaagd (Reitsma & Wertheim, 1987), terwijl van alle MBO's zo'n 75% betere economische prestaties na MBO boekt vergeleken met de periode er voor (NIB, 1985).

4.4.5. Financiering van de MBO

Miller (1977, p.261-275), één van de nobelprijswinnaars economie in 1990, stelt dat de waarde van de onderneming onafhankelijk is van de wijze waarop de onderneming is gefinancierd. De vermogensstructuur bepaalt in zijn visie slechts hoe, afhankelijk van de mate waarin door de verschaffers van vermogen financieel risico wordt gelopen, de revenuen over de vermogensverschaffers worden verdeeld. Anders gezegd, de opbrengst, verkregen via de activa wordt niet beïnvloed door de wijze waarop je het bedrag verdeelt onder de vermogensverschaffers. Hierbij moet worden vermeld dat Miller uitgaat van een serie veronderstellingen, waaronder de afwezigheid van belastingen en transactiekosten. Trekken wij deze gedachtengang door zonder rekening te houden met deze veronderstellingen dan zou volgens Miller, noch de *'leverage'* factor, noch de deelname in het eigen vermogen door het uitkopend management, een rol spelen in de creatie van waarde na een MBO. Volgens hem heeft het management geen reden voor de uitkoop. Deze auteur stelt dat de waarde een functie is van de activa van de onderneming en van de wijze waarop het management daarmee omgaat. Als er waarde wordt gecreëerd na een MBO, dan moet volgens hem de kans deze te realiseren reeds hebben bestaan. Dit nu kan ons inziens worden betwijfeld in geval het moederbedrijf gedurende langere tijd niet meer in het dochterbedrijf investeerde. Concentratie door het management op strategische en operationele beslissingen teneinde een zo hoog mogelijke cash flow te verkrijgen, leidt door de geringe speelruimte van het dochtermanagement binnen het concern niet tot

resultaten die vergelijkbaar zijn met na een MBO. Blijkbaar spelen de nieuwe aandeelhouders en de uitkopende managers door de financiële risico's verbonden aan de financiering van de te verzelfstandigen onderneming een belangrijke rol bij de doorbreking van de status quo. 'Leverage' en eigen deelname in het aandelenkapitaal geven de concentratie bij managers/eigenaren een extra zetje om strategische en operationele beslissingen te nemen die de waarde van de onderneming verhogen.

De zienswijze dat concentratie in de bezitstructuur leidt tot betere economische prestaties, wordt onder meer gedeeld door Stano (1976, p. 672-679). Uit zijn onderzoek blijkt dat door eigenaren geleide ondernemingen economisch beter presteren dan ondernemingen die door managers worden geleid. Stano vond voor de eerstgenoemde groep ondernemingen die worden gekenmerkt door bestuurlijke inbreng van de aandeelhouders, een hoger rendement per aandeel dan voor de door managers geleide ondernemingen. Bij deze laatste groep staan de managers voldoende onafhankelijk van de aandeelhouders. Andere auteurs die de invloed van de bezitsstructuur op marktwaarde van de onderneming bestuderen zijn Morck, Shleifer en Vishny (1988, p. 293-315), Jensen en Meckling (1976, p. 305-360); zij komen tot de zelfde soort bevindingen als Stano. Kennelijk speelt de vraag wie de vermogensverschaffers zijn een belangrijke rol bij de bepaling van de disciplinerende werking op het management indien beslissingen aan de orde zijn die de marktwaarde van de onderneming beïnvloeden.

De financiële uitwerking van de MBO is in onze opvatting mede bepalend voor het succes van de MBO doordat zij enerzijds de speelruimte bepaalt waarin tegenslagen kunnen worden opgevangen en anderzijds zorgt voor de nodige financiële prikkels. Bij dit laatste kan bijvoorbeeld worden gedacht aan dividend en rentebetaling. De factoren die deze speelruimte bepalen zijn:

1. De uitkoopprijs

Hoe lager de uitkoopprijs, des te kleiner wordt het te financieren bedrag. Hoe minder de uit vreemd vermogen voortvloeiende financiële lasten van rente en aflossing en hoe geringer de verplichting tot betaling van dividend, hoe groter de overlevingskansen van de MBO (Arnfield, 1981, p.10). De financierbaarheid van de uitkoopprijs is dus van invloed op de economische prestaties. Als het bedrijfsresultaat na aftrek van benodigd werkkapitaal, vervangingsinvesteringen, uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling en eventuele belastingvoorziening, te weinig is voor de rente en dividend betalingen, dan is de prijs te hoog.

Hoewel wij geen informatie hebben over de uitkooprijzen, denken wij dat de prijzen die voor Nederlandse MBO's uit de periode voor 1985 zijn betaald over het algemeen lager liggen dan die van de MBO's erna. Wij baseren dit op het feit dat voor 1985 de defensieve MBO's domineren en er weinig andere alternatieven overbleven voor het concernmanagement dan liquidatie. Zie in dit verband 3.3, figuur 7. De doorgaans beperkte kapitaalcrachtigheid van het zittende management is dan sterk medebepalend voor de overnamesom.

Na 1985 krijgen de offensieve MBO's de overhand en heeft het moederbedrijf niet zo'n haast met de afstoting. Het zittende management krijgt meer concurrentie van industriële kopers en beleggers, hetgeen een prijsverhogend effect teweeg kan brengen.

Daarnaast zal in de uitkoop prijs rekening moeten worden gehouden met de moeilijk meetbare input gedurende een reeks van jaren van het uitkopende management. Hoe meer kan worden aangetoond dat de onderneming afhankelijk is van de inspanningen van het zittende management, hoe meer er van de uiteindelijk te betalen prijs kan worden afgetrokken. Moleveld (in Bonnet e.a. 1991, p.254) wijst erop dat het management zelf een belangrijke waardecomponent in handen heeft bij de onderhandelingen over de uitkoop prijs.

Andere factoren die de behoefte aan financieringsmiddelen voor het uitkopend management kan verlagen, is het geheel of gedeeltelijk in de uitkoop prijs verdisconteren van de in geval van liquidatie uit te keren afvloeiingsgelden respectievelijk de door de moeder met de fiscus te verrekenen compensabele verliezen.

Theoretisch dient de uitkoop prijs gebaseerd te zijn op de alternatieve opbrengst waarde ('opportunity costs'-beginsel) van de activa. Afhankelijk van de bedrijfseconomische situatie van de onderneming kunnen in theorie een viertal waarderingsgrondslagen worden gehanteerd voor de bepaling van de uitkoop prijs:

- a. de *liquidatiewaarde*. De uitkoop prijs wordt in geval de onderneming in liquidatiegevaar verkeert, of in een structureel teruglopende markt, gebaseerd op de netto opbrengst van de activa (directe opbrengst waarde). De verkoopprijzen van de activa blijken niet uit de balans.
De boek waarde, in de VS doorgaans de standaard voor de waarde bepaling, is in geval de onderneming geen netto opbrengsten (meer) genereert, niet relevant.
Indien de uit te kopen dochter onderneming niet wordt geconfronteerd met bovengenoemde economisch weinig florissante situatie, dan zal de winst capaciteit en de toekomstverwachtingen die hierbij een rol spelen het uitgangspunt vormen voor de prijs bepaling.
Ten aanzien van het vraagstuk van de prijs bepaling resteren een drietal waarderingsgrondslagen te weten:
- b. de *intrinsieke waarde*. De waarde van het eigen vermogen (geplaatst aandelenvermogen plus de reserves) zoals dat uit de balans blijkt staat centraal bij deze waarde bepaling van de onderneming. Dit waarde begrip betreft (Bonnet en Herst 1991, p. 199) een boekhoudkundige verantwoording van de in het verleden geleverde prestaties en houdt geen rekening met (on)voorzienbare toekomstige ontwikkelingen. In vooral stagnerende bedrijfstakken zal deze maatstaf populair zijn om de prijs van de over te nemen onderneming te bepalen, omdat de markt waarde van de onderneming in

zo'n geval onduidelijk ligt en banken toch houvast hebben aan de uit de balans blijkende waarden van de activa en passiva. Wij laten de correcties op de intrinsieke waardebepaling buiten beschouwing.

- c. *de beurswaarde*. Aan de hand van de contante waarde van de toekomstige dividenden en koerswinsten wordt de waarde van de onderneming vastgesteld. Beleggers maken dus een schatting op basis van de beschikbare informatie van de te verwachten opbrengsten en maken die contant met behulp van een bepaalde rendementseis. Hieruit resulteert een koers. Indien het uit te kopen bedrijf op de beurs is genoteerd, vormt de beurswaarde de minimumprijs waartegen de aandeelhouders hun stukken zouden willen overdragen.
- d. *de rentabiliteitswaarde*. De waardebepaling geschiedt op basis van de indirecte opbrengstwaarde. Deze waarde is gebaseerd op een genormaliseerd bedrijfsresultaat (gezuiverd van onjuistheden en toevalligheden) voor de toekomst te kapitaliseren tegen een door het management of participatiemaatschappijen gewenst rendement. Het verschil met de voorgaande waardebepalingsmethoden is dat de waardebepaling zich richt op de bron waar de waarde gecreëerd wordt en niet op de waarde van de samenstellende delen van die bron. In bedrijfstakken met groeimogelijkheden zal deze maatstaf een zeker gewicht in de schaal leggen.

2. De financiering van de uitkoopprijs¹¹

De wijze waarop een MBO wordt gefinancierd kan per geval sterk verschillen, afhankelijk van de specifieke ondernemings situatie en de mate waarin het management in staat is deel te nemen in het eigen vermogen van de MBO. Een aantal mogelijke financieringsbronnen zijn:

- a. *Persoonlijke bijdrage van het management*.
Bij MBO's met een lage uitkoopprijs kan het management de vereiste middelen zelf fourneren en is de verkoopprijs niet zo hoog als het eigen vermogen zou doen vermoeden. In andere gevallen brengen managers de eigen middelen bijeen door de hypotheek op hun huis te verhogen. Door het nemen van prioriteits aandelen kan het uitkopende management met een beperkt (minderheids) aandeel in het risicodragend vermogen van de MBO de feitelijke zeggenschap verkrijgen. Prioriteits aandelen zijn beheerspreferent ten opzichte van gewone aandelen. Op deze wijze kan het management het door hen zelf te investeren bedrag zo laag mogelijk houden zonder de verhouding eigen/vreemd vermogen aan te tasten, waardoor de leverage factor voor de nieuwe aandeelhouders niet verandert.
- b. Nemen de externe financiers deel in het eigen vermogen van de MBO-onderneming,

¹¹ Zie voor een uitvoeriger bespreking van de financiering van de MBO de oratie van Herst (1990, p. 16 e.v.).

dan kan dit leiden tot verwatering van de eigendoms-, respectievelijk de zeggenschapsrechten van het uitkopend management. Om dit te voorkomen kan de koopprijs ook gefinancierd worden met relatief veel vreemd vermogen. De ruimte om financiële tegenslagen op te vangen wordt hierdoor echter beperkt. Daarom is deelname door financiers in het risicodragend vermogen bij grotere MBO's een vereiste voor het welslagen van de transactie. Door een redelijke vermogenspositie is het management veelal in staat het resterende gedeelte van de benodigde financiering via een banklening en een achtergesteld krediet te completeren.

In Groot-Brittannië heeft, zoals in ons land de Garantieregeling Particuliere Participatie Maatschappijen, de Government's Business Expansion Scheme (BES) de verschaffing van risicodragend vermogen gestimuleerd. De door de BES gefinancierde Britse MBO's genoten belastingaftrek; de Nederlandse 'venture capital' maatschappijen konden in geval zij participeerden tot 50% van het aandelenkapitaal een gedeelte van het risico na verliessituatie verhalen op de Staat.

- c. Indien gedurende de eerste jaren na de MBO geen dividenden worden uitgekeerd, kan door de externe financiers (meestal participatiemaatschappijen en in sommige gevallen het moederbedrijf) geopteerd worden voor een converteerbare achtergestelde obligatielening. Als de MBO succesvol verloopt kan de financier, door conversie, alsnog deel nemen in het eigen vermogen en profiteren van de fiscaal onbelaste dividenduitkeringen op grond van de deelnemingsvrijstelling. Het voordeel van een converteerbare achtergestelde obligatielening voor het management zit hem in het feit dat in het financieel verkeer deze lening ten opzichte van al het andere vreemd vermogen is achtergesteld. Daardoor draagt deze lening het karakter van garantievermogen.
- d. Recente onderzoeken naar de financieringsconstructies van buy-outs tonen aan dat sommige financiers van de buy-out zowel participeren in het eigen vermogen als in het vreemd vermogen. Dit wordt 'strip financing' genoemd. Iedere financier is zowel aandeelhouder als vreemd vermogenverschaffer. Hierdoor treedt unificatie van belangen op, zodat kans op conflict over het financieel beleid na de MBO wordt geminimaliseerd tussen de verschillende vermogensverschaffers (Copeland en Weston 1988, p. 662).
In sommige gevallen resteert er een kloof tussen de marktprijs voor de onderneming en de op basis van normale zekerheden vergaarde financieringsmiddelen. Additionele financiële middelen kunnen niet op basis van zekerheden worden verkregen. Durfkapitaalverstrekkers kunnen dan op basis van een uitgebreide cash flow-analyse toch financieringsmiddelen verschaffen die deze kloof dekt, de zogeheten "mezzanine finance". Deze middelen zijn te vergelijken met achtergestelde leningen, die eventueel omgezet kunnen worden in aandelen en/of andere leningssoorten.
- e. Andere manieren om de MBO te financieren kunnen gevonden worden door het

personeel te laten participeren in het eigen vermogen, bijvoorbeeld via een spaarloonregeling van de onderneming (Van Ek 1991, p. 274) en door het reduceren van de vermogensbehoefte. Dit laatste kan bijvoorbeeld vorm krijgen door activa te huren, bedrijfsauto's te leasen, de 'factoring' van debiteuren en het inkrimpen van voorraden/capaciteit (Herst 1990, p. 26).

4.4.6. Economische levensvatbaarheid van de MBO

De levensvatbaarheid van de MBO wordt volgens Wright en Coyne behalve door de management- en ondernemerskwaliteiten en de financieringsconstructie ook bepaald door de *concurrentiepositie* van het verzelfstandigde bedrijf en de bedrijfstak waarin het opereert. Onderlinge verschillen in economische prestaties van ondernemingen kunnen in zijn algemeenheid mede verklaard worden door de concurrentiepositie en de situatie in de branche, zoals bijvoorbeeld marktverzadiging, toename internationale concurrentie, opkomst substituuat produkten etc. Het produktenpakket moet duidelijk attractief zijn voor de markt. Is dit niet het geval dan dient hiermee bij de prijsbepaling rekening te worden gehouden en is het vermogen van de nieuwe eigenaren om met nieuwe c.q. verbeterde produkten te komen die het assortiment verbreden doorslaggevend voor het succes van de MBO. Dit succes wordt afgemeten aan de omzet, cash flows, winst, etc. Juist bij divisionele MBO's die lange tijd verstoken bleven van de nodige investeringsgelden van het moederbedrijf, is de ontwikkeling van toekomstig potentieel voor de onderneming door het uitkopend management de ware toetssteen voor economisch succes. Vaak dient de klantenbasis na de uitkoop aanzienlijke uitbreiding omdat de afzetrelatie met de voormalige moeder dikwijls wordt afgebouwd. Investerings in nieuwe technologie zijn in veel gevallen daarbij onmisbaar.

Voor en na de verzelfstandiging (bij met name defensieve MBO's) worden de uitgestelde reorganisaties tijdens het verblijf van de dochter in concernverband met steun van de vakbonden en het personeel uitgevoerd. Andere belangrijke wijzigingen in Britse MBO's ter verlagings van de overheadkosten en verbetering van de cash flows vonden plaats in:

- het personeelsbestand. Bij 75% van de onderzochte Britse ondernemingen vond een *sanering* van het personeelsbestand plaats. Het ontslag van vooral oudere en minder geschoolde werknemers leidde tot een verbetering van de productiviteit per werknemer. De risico's voor het personeel nemen na de MBO in het algemeen toe, met name door hogere prestatienormen, flexibeler arbeidscontracten en winstdelingsregelingen;
- de productiecapaciteit. Aanpassing van de *productiecapaciteit* aan de afzetmogelijkheden leidde tot een aanzienlijke reductie van de vaste kosten. Door de verbeterde

concurrentiepositie ontstonden nieuwe afzetmogelijkheden waardoor winst en omzet stegen;

- de *financiering* van bedrijfsmiddelen. Door 'factoring' van debiteuren en 'leasing' van machines en bedrijfsauto's werd het vermogensbeslag beperkt en de flexibiliteit vergroot;
- bij *stafdiensten* die door de moeder niet meer aan de dochter werden verleend dan wel gevraagd. De diensten van de stafafdelingen, zoals administratie, R&D, 'public relations', juridische zaken, accountancy en inkoop moeten na de verzelfstandiging in eigen beheer worden verricht danwel uitbesteed. Als de behoefte aan deze diensten beperkt is, kan op deze indirecte kosten fors worden bespaard.

4.4.7. *Conclusies*

Uit het onderzoek van Wright en Coyne blijkt dat de kwaliteit van het management team door hen als een zeer belangrijke verklarende factor wordt beschouwd voor het succes van een MBO. Het wordt afgemeten aan ondernemerschap, aan zelfstandig functioneren, aan het kunnen doorvoeren van veranderingen en aan een evenwichtige verdeling van managementvaardigheden op de verschillende functionele gebieden. In tegenstelling tot startende ondernemers kunnen MBO-managers kwaliteit en ervaring aantonen. 'Screening' van het management team door financiers beperkt de faalkans van de MBO door slecht management tot een minimum.

Over het algemeen wordt de prijs van een MBO bepaald door de motieven van koper en verkoper. Voor een oriëntatie op deze motieven kan een scala van waardebepalingsmethoden dienen. In geval goede vooruitzichten voor de uit te kopen onderneming domineren zal de nadruk voor de waardebeoordeling meer worden gelegd op de rentabiliteitswaarde. Dit in verband met de oriëntatie van de financiers en het management team op de te behalen vermogenswinst. Zijn deze vooruitzichten in mindere mate aanwezig of ontbreken zij geheel, bijvoorbeeld in geval van een stagnerende bedrijfstak, dan zal de intrinsieke waarde respectievelijk de liquidatiewaarde een beter vertrekpunt voor de te betalen prijs voor de betrokken koper en verkoper zijn.

Verder zijn van belang de hoogte van de prijs, de financiële prikkels voor het uitkopend management en financier en de speelruimte in de financieringsconstructie om tegenslagen op te kunnen vangen.

De economische prestaties van een MBO worden volgens Wright en Coyne niet alleen bepaald door de kwaliteit van het management team of een gunstige financieringsconstructie, maar ook door de economische levensvatbaarheid van de MBO. Deze wordt grotendeels bepaald door de cash flow-vooruitzichten van de onderneming. Hierin spelen concurrentiepositie, productiecapaciteit en de hoogte van de overhead een grote rol. Financiers zullen de cash flow-prognoses toetsen aan bedrijfstakkenmerken en

ondernemingskarakteristieken welke specifiek zijn voor de MBO in kwestie.

Uit het onderzoek van Wright en Coyne blijkt niet duidelijk wat het meest heeft bijgedragen aan de economische prestatieverbetering en of de verschillende resultaten elkaar versterken danwel bestrijden.

Het onderzoek van Wright en Coyne is beschrijvend van aard; concrete problemen (economische, sociale, financiële en bestuurlijke) worden met behulp van een theorie beschreven. De onderzoekers toetsen geen theorie. Dit in tegenstelling tot het empirisch onderzoek dat in de paragrafen 4.5 tot en met 4.7 aan de orde komt. Hierin staat de toetsing ofwel de houdbaarheid van scherp geformuleerde hypothesen centraal.

In genoemde paragrafen gaan we nader in op de argumenten (theorieën) waarom MBO's ontstaan. Waarom zij tot bloei komen. Wij geven daarbij aan of de argumenten die Kieschnick (1987) van toepassing acht voor het ontstaan van MBO's, ook op het ontstaan van de Nederlandse MBO's van toepassing is.

4.5. Onderzoek van Kieschnick naar het ontstaan van MBO's

4.5.1 Inleiding

Zoals in het begin van de inleiding van dit hoofdstuk is gesteld, willen wij op basis van de empirische literatuur over MBO's nagaan welke empirisch gefundeerde verklaringen gegeven kunnen worden voor respectievelijk het ontstaan van de MBO-transactie als voor de dikwijls geconstateerde betere economische prestaties van verzelfstandigde bedrijven na een MBO. Nu doet zich het probleem voor dat de divisionele MBO, die in ons onderzoek centraal staat, in de empirische literatuur uit de VS relatief weinig aan bod komt vergeleken bij andere soorten MBO's, zoals die van ter beurze genoteerde ondernemingen. De reden hiervoor is het ontbreken van publieke (gedeconsolideerde) gegevens over economische prestaties gedurende de jaren voorafgaand aan de uitkoop. Dit bemoeilijkt onderzoek naar eventuele prestatieverbetering bij deze categorie MBO's. Daarom richten veel onderzoekers, waaronder Kieschnick en Kaplan, hun onderzoek op MBO's van publieke ondernemingen (beursgenoteerde nv's) waarvoor bovengenoemde handicap niet geldt. Mogelijke redenen waarom dergelijke MBO's in Nederland niet of nauwelijks voorkomen, hebben wij in 2.3 besproken.

De vraag is nu aan de orde of inzicht in de verklaringen over het ontstaan van de MBO-transactie en over de verbeterde economische prestaties geldig voor MBO's van beurs nv's, bruikbaar is voor ons onderzoek naar de verklaringen die managers geven over de economische prestatieverbetering na een divisionele MBO. De beantwoording hangt af van hoe verschillend deze categorieën eigenlijk zijn. Dit zullen wij hieronder bespreken.

Voor beide categorieën geldt dat het management(team) niet 'at arm's-length' hoeft te onderhandelen met de verkoper. Men weet dikwijls wat het koopt. In beide gevallen neemt het uitkopend management substantieel deel in het eigen vermogen en is formeel gezien zelfs de opdrachtgever voor de uitkoop van de onderneming of deel van de

onderneming. Eigendom en leidinggeven komen in beide gevallen in één hand, waarmee tegelijkertijd de beloning van de eigenaar / directeur meer afhankelijk van de economische prestaties van het bedrijf wordt dan voorheen. Uit interviews met directieleden die een bedrijf hebben uitgekocht, blijkt dat eigen geld stoppen in de onderneming ertoe leidt dat beslissingen voor uitgaven verstandiger en sneller worden genomen dan voorheen. Daarnaast geldt voor beide categorieën MBO's dat de nieuwe eigenaren na de uitkoop te maken krijgen met een selecte groep (mede)aandeelhouders, die de resultaten van de nieuwe onderneming op de voet wil volgen.

Vershil is er ook, hoewel volgens Hite en Vetsuypens (1989, p.971) dit niet moet worden gezocht in een soepeler houding van de aandeelhouders van het moederbedrijf ten opzichte van de verkoop van het bedrijfsonderdeel aan het dochtermanagement vergeleken bij een verkoop aan derden. Hun onderzoek wees uit dat verkoop van bedrijfsonderdelen aan het zittende management even grote voordelen opleverde voor de aandeelhouders van het moederbedrijf als een verkoop aan industriële kopers. Naar onze mening dienen de verschillen met name gezocht te worden in de *mate van zelfstandig* functioneren van het desbetreffende bedrijf voor de transactie en in het risico dat het uitgekochte bedrijf weer verkocht wordt. Vooral in geval van MBO's van beursgenoteerde ondernemingen en bij divisionele MBO's waarin het management team een minderheidsaandeel bezit, is dit risico groter dan bij divisionele MBO's waarin het uitkopend management team de meerderheid van de stemgerechtigde aandelen bezit.

Hoewel veel onderdelen van concerns operationeel en organisatorisch autonoom functioneren, zijn zij voor wat betreft de formulering en uitvoering van het strategisch beleid, met name voor wat betreft de financiering en rapportage over de bedrijfsresultaten, afhankelijk van de inzichten van het concernmanagement en zijn staf. Dus de startpositie is verschillend. Echter, beide categorieën MBO's krijgen met nieuwe eigenaren te maken die zelfstandig koers moeten bepalen en daarbij opnieuw de organisatie moeten definiëren die bij de bedrijfsactiviteiten past. De druk op de nieuwe eigenaren om te zorgen voor goede prestaties neemt na de uitkoop toe en daarmee de bereidheid tot het aanbrengen van organisatorische veranderingen. Voor beide kopers zal in het algemeen kunnen gelden dat voor eigen bezit harder wordt gewerkt. Dit laat de laag middelmanagers en werknemers uit de MBO-bedrijven niet onberoerd. Zij zijn in een dergelijke situatie vaak beter te motiveren door meer verantwoordelijkheid en bevoegdheden aan hen te delegeren waardoor hun ondernemingszin eveneens kansen krijgt (Easterwood, Seth en Singer 1989, p.34).

De overeenkomsten en verschillen tegen elkaar afwegend, denken wij dat een beschouwing gewijd aan ontstaansoorzaken voor uitkoop en verklaringen voor de verbeterde economische prestaties voor de categorie MBO's van beurs nv's juist meer inzicht geeft in overeenkomsten en verschillen met de categorie divisionele MBO's. Vandaar dat wij er in dit hoofdstuk ruime aandacht aan besteden.

Kieschnick (1987, p.7) geeft in zijn overzicht van de literatuur een aantal theoretische aanknopingspunten voor het ontstaan van de MBO als transactie. Hij richt de aandacht op

de hypothesen die in theorie voor het ontstaan van de MBO als transactie kunnen worden gegeven. Dit zijn er in totaal 7 waaraan hij er zelf één toevoegt, namelijk de arbitrage-hypothese. Van een transactie is het immers de bedoeling dat beide partijen er op vooruit gaan.

1. de hypothese over *transactiekosten*;
2. de hypothese over *inkomensbescherming door belastingen*;
3. de hypothese *bescherming* tegen overname;
4. de hypothese over de *vrije kasstroom*;
5. de hypothese over *inadequate managementbeloning*;
6. de hypothese over de *transfer van waarde* van de vreemd vermogensverschaffers naar de aandeelhouders;
7. de hypothese over de *inadequate leverage*;
8. de hypothese over *arbitrage*.

Bij elk van de hierboven gegeven argumenten voor het ontstaan van MBO-transacties, plaatsen wij kanttekeningen over de geldigheid voor de Nederlandse MBO's. Tegelijkertijd beoordelen wij of de door bovengenoemde auteur gegeven argumenten ook opgaan voor de sterk verbeterde economische prestaties na de MBO.

Kieschnick toetst de hypothesen 1, 2, 4, 5 en 8. Voor de resterende hypothesen vindt hij te weinig steun in de empirische literatuur.

De bedoeling van de auteur is om na te gaan welke hypothese het beste de MBO-transactie voorspelt (n=102). Hij vergelijkt daartoe financiële kenmerken als verhouding vreemd en eigen vermogen, groei van de omzet, toename van de free cash flows¹², de winst per aandeel bij ondernemingen voorafgaand aan de MBO met die van de controlegroep ondernemingen die geen MBO uitvoerden. Door de invloed op bovengenoemde kenmerken van de verschillende hypothesen te voorspellen en te vergelijken met de gevonden coëfficiënten van ieder kenmerk vindt empirische toetsing plaats (1987, p.71 en 72). Op die manier test hij de redenen voor het *ontstaan* van MBO's, en kan daardoor uitspraken doen over de *verklaringen voor de verbeterde economische prestaties* na de MBO. Zijn conclusie luidt dat de aanleiding voor de MBO het best voorspeld wordt door de *arbitrage-hypothese*. De financiële kenmerken van kandidaat MBO-ondernemingen zijn volgens deze hypothese te herkennen aan een relatief lagere winst per aandeel c.q. minder goede vooruitzichten voor groei, veel overname-biedingen en een lagere vrije kasstroom dan de controlegroep. Hierdoor ontstaat een verschil tussen de marktwaarde en de liquidatiewaarde van een onderneming hetgeen de mogelijkheden voor het zittende management opent om de oude aandeelhouders uit te kopen en door herstructurering van de investeringsportefeuille alsmede door betere benutting van managementcontrol een hogere marktwaarde te realiseren.

¹² Hier gedefinieerd als het surplus aan geldmiddelen boven datgene dat noodzakelijk is om de investeringsprojecten met een positieve netto contante waarde, rekening houdend met een relevant percentage vermogenskosten, van de vereiste geldmiddelen te voorzien.

Kieschnick betreft in zijn onderzoek een specifieke vorm van een MBO, namelijk de 'going private' transactie ofwel de MBO van een ter beurse genoteerde onderneming. Bij deze vorm koopt het management, al of niet tezamen met andere partijen zoals personeel en financiers, alle op de beurs uitstaande aandelen en haalt met deze transactie de onderneming van de beurs. De aandelen zijn na de transactie niet meer verspreid over een groep veelal anonieme aandeelhouders, maar geconcentreerd in handen van het management en een selecte groep nieuwe aandeelhouders, zonder dat de stukken beursnotering hebben. Deze nieuwe groep eigenaren brengen een sterkere oriëntatie op de belangen van de selecte groep aandeelhouders van de onderneming dan voorheen het geval was bij de veelal anonieme groep aandeelhouders. Door de MBO-transactie verkrijgen de externe aandeelhouders meestal vertegenwoordiging in de 'board of directors' en worden zo nauw betrokken bij het formuleren, uitvoeren en beoordelen van het ondernemingsbeleid. Dit houdt in dat zij betrokken worden bij het maken van een keuze uit de voorstellen en het beoordelen van de prestaties van het management. Fama en Jensen (1983, p. 327-349) gebruiken hiervoor de term 'decision control'.

De door Kieschnick besproken 'going privates' vertonen overeenkomsten met de door ons bestudeerde groep MBO's uit concerns. Deze overeenkomsten zijn: het management participeert in de uitkoop, waardoor de scheiding van eigendom en leidinggeven vervaagt; er komt een meer bij de bedrijfsvoering betrokken groep van nieuwe aandeelhouders/financiers en de druk op de directeur / eigenaar voor betere economische prestaties wordt groter dan voorheen. Daarom schenken wij hieronder aandacht aan Kieschnicks hypothesen voor het ontstaan van 'going private'-transacties. Er is echter ook een groot verschil. De MBO's uit concerns waarop onze studie zich concentreert bezitten in tegenstelling tot de 'going privates' geen beursnotering. Daar waar dit voor de bespreking van de hypothesen gevolgen heeft voor de vergelijking met de MBO's uit deze studie, wordt dat door ons aangegeven.

Voor een bespreking van de definitie van 'going privates' verwijzen wij naar hoofdstuk 2.

4.5.2. De hypothesen

4.5.2.1. De transactiekosten-hypothese

Het transactiekosten-argument stelt dat de voordelen van een beursnotering niet opwegen tegen de kosten die de onderneming maakt voor de toegang tot de kapitaalmarkt. De kosten bestaan voornamelijk uit informatiekosten (kosten verslaggeving) die ten behoeve van de publicatieplicht moeten worden gemaakt. Indien dit transactiekosten-argument opgaat dan kan verwacht worden bij MBO-kandidaten dat zij voor dekking van de kapitaalbehoefte kennelijk de beurs niet nodig hebben. Hieruit kan afgeleid worden dat de kapitaalbehoefte kennelijk laag is zodat het management uit eigen cash flow financiert of dat er op een andere manier dan de beurs in kapitaal wordt voorzien. Kieschnick nam

geen statistisch significant lagere behoefte waar aan vreemd respectievelijk eigen vermogen, dit in tegenstelling tot wat het transactiekosten-argument voorspelt, zodat aan het transactiekosten-argument geen voorspellende waarde voor het ontstaan van de MBO kan worden toegekend.

De kosten die jaarlijks gemaakt worden ten behoeve van beursnotering aan de New York Stock Exchange en de Security Exchange Commission zijn in de USA veel hoger dan de kosten van beursnotering hier te lande. Ter zake kundigen schatten de kosten die verbonden zijn aan beursnotering in de USA op gemiddeld zo'n half procent van het balanstotaal. Dit nog afgezien van de forse rekening die de eigenaren moeten betalen voor de verkrijging van beursnotering.

Discussie

Aangezien onze doelgroep MBO-ondernemingen verzelfstandigd zijn uit concerns die los van het moederbedrijf geen beursnotering kenden, kan het argument om te besparen op transactiekosten veroorzaakt door beursnotering op het ontstaan van deze groep Nederlandse MBO's¹³ niet van toepassing zijn. Vandaar dat wij dit argument en voor het ontstaan van MBO's en voor de verklaring van het economisch succes na MBO buiten beschouwing laten.

4.5.2.2. De belasting-hypothese

Volgens Lowenstein (1985, p. 730) gaat het erom dat de kopende manager tot nu toe ongebruikte maatregelen benut om belasting te verlagen respectievelijk te vermijden. Gewezen wordt op de voordelen van verhoogde afschrijvingen en rente-af trek.

Indien dit argument opgaat dan kan van de MBO-kandidaat verwacht worden dat hij veel belasting moet betalen, een tot nu toe relatieve lage rente-af trek heeft en goede mogelijkheden heeft voor verhoogde afschrijvingen op de activa. De MBO verschaft de koper een soort schild waarmee de premie (het gedeelte van de koopsom dat boven de beurswaarde aan aandeelhouders wordt uitgekeerd) kan worden betaald aan de oude aandeelhouders.

Uit de toetsing van deze hypothese door Kieschnick blijkt dat ondernemingen die kandidaat zijn voor een MBO in vergelijking tot de controlegroep hogere rentebetalingen hebben, terwijl de belastinghypothese juist voor kandidaat-MBO's lagere rentebetalingen voorspelt. Bovendien blijkt dat de groei van de omzet en de koersen van de aandelen bij de controlegroep achterblijven, zodat de vraag gerechtvaardigd is waarom via belastingaf trek zwakke economische prestaties moeten worden afgeschermd. Vandaar dat de belastinghypothese als ontstaansreden voor de MBO wordt verworpen.

¹³ Op basis van onze bevindingen kon gedurende 1980-1990 maar 1 'going private' in Nederland geconstateerd worden, namelijk het organisatieadviesbureau Twijnstra Gudde B.V.

Voor de defensieve MBO's uit de eerste helft van de jaren tachtig trekken wij in twijfel of deze groep MBO's aan bovengenoemde kenmerken voldoet. Of betekenis moet worden gehecht aan het belasting-argument voor het ontstaan van MBO's die uit strategische heroriëntatie zijn voortgekomen, hangt ons inziens af van de oriëntatie bij de transactie van het management en de buy-out specialist. Bij een operationele oriëntatie (op de bedrijfsvoering) zal weinig of geen betekenis worden toegekend aan het belasting-argument. Is de oriëntatie voornamelijk financieel gedreven van aard dan wel. In dit verband wijst Howe (1990, p.91) op de situatie van bijzonder hoge leverage en 'thinness of capital', die vooral in de MBO-transacties is toegepast door buy-out specialisten in de Verenigde Staten als Kohlberg, Kravis en Roberts (KKR).

Discussie

Zoals wij hiervoor reeds aangaven, treffen wij in de door ons bestudeerde gevallen geen MBO's van ondernemingen aan die voor de transactie beursnotering kenden. Derhalve kunnen wij voor Nederlandse divisionele MBO's niet nagaan of er boven de beurswaarde een premie is uitgekeerd gebaseerd op toekomstig belastingaftrek. Hogere belastingbesparingen leiden tot hogere winsten na belastingen, die in principe wel zijn na te gaan. De mogelijkheid om de financieringskosten fiscaal af te wentelen op de winsten van de verzelfstandigde onderneming levert in theorie een argument op om de MBO uit te voeren. Van der Hoeven (1988, p.143) stelt dat juist door het fiscale arrangement de MBO's zo'n vlucht hebben genomen, maar levert hiervoor geen kwantitatieve onderbouwing. De MBO-kandidaat gebruikt de belasting-aftrekmogelijkheden als basis om de schulden af te lossen en niet om bijvoorbeeld de operationele kosten en opbrengsten-verhouding te verbeteren en organisatorische aanpassingen door te voeren. Daarmee staat dit argument op gespannen voet met waardecreatie door managers. Vermogensverschaffers zullen dit belastingargument hanteren om te bepalen of in hun ogen sprake is van verbeterde economische prestaties na MBO bij de onderneming.

Een andere reden waarom belastingaftrek wel met het ontstaan van de MBO te maken heeft, maar niet als primaire reden kan worden bestempeld voor de doorgaans voortvarende ontwikkeling van de economische prestaties na MBO, is dat het management de rente en aflossing eerst moet opbrengen, alvorens een geringer percentage belasting wegens rente-aftrek af te dragen. Door verliescompensatie te verlenen aan de over te nemen vennootschap scheidt de fiscus weliswaar een klimaat waarin de onderneming na MBO voor een korte termijn meer van de winst in het bedrijf kan houden. Op de wat langere termijn houdt de positieve werking op de winst van deze regeling echter op. Daarom kan naar onze opvatting de primaire reden om een MBO tot een economisch succes te maken niet ontleend worden aan het feit dat de onderneming voor de verzelfstandiging onvoldoende gebruik maakte van de mogelijkheden tot belastingbesparing en er na wel.

Een op MBO-financiering toegesneden fiscale behandeling draagt er aan bij om de met veel vreemd vermogen gefinancierde onderneming door de moeilijke aanloopperiode heen

te loodsen. Ook is fiscaal maatwerk veelal noodzakelijk voor de desbetreffende manager die uit zijn deelname in het eigen vermogen van de uitgekochte onderneming revenuen krijgt. Daarmee geven wij aan dat de fiscale behandeling van MBO's belangrijk is voor het welslagen van de MBO-transactie als zodanig.

Waardescheppende factoren zijn daarentegen voor de nieuwe eigenaren van de onderneming volgens ons veel relevanter omdat zij het moeten hebben van de toekomstige opbrengsten die de MBO-onderneming genereert. Een verklaring voor het toegenomen aantal MBO's en hun economisch succes, zal dan gericht moeten zijn op de omzet en de winst die eerst gecreëerd moeten worden, wil de onderneming gebruik kunnen maken van de fiscale regelingen. Het benutten van verliescompensatie in geval de eigendoms-overdracht door middel van aandelen heeft plaats gehad, zwakt genoemd argument af voor de duur van genoten compensatie. Het terrein van de fiscale regelingen laten wij verder buiten ons onderzoek.

4.5.2.3. De overname-beschermingshypothese

Door de onderneming zelf te kopen stelt het management de eigen positie veilig tegenover vijandige biedingen door derden. Indien dit de belangrijkste reden voor het ontstaan van MBO's is, dan mogen bij de kandidaat MBO-onderneming nogal wat overname-biedingen verwacht worden. Er zijn echter voor zelfstandige, al of niet ter beurze genoteerde, ondernemingen verschillende mogelijkheden om zich tegen overname te beschermen, zoals het uitgeven van preferente aandelen ondergebracht in een stichting, certificering van aandelen e.d. De MBO hoeft daarvoor niet gebruikt te worden. Voor divisionele MBO's ligt dit anders, omdat het concern bepaalt welke beschermingsmaatregelen voor de dochter zijn getroffen.

Overname-biedingen kunnen wijzen op een kwantitatief achterblijven van de resultaten van de onderneming tot uitdrukking komend in de beurskoers, zodat los van de biedingen door derden, het zittende management zich goed zal vergewissen van de eventuele mogelijkheden om de onderneming zelf tot bloei te kunnen brengen.

Op basis van bovenstaande redenering lijkt bescherming van de eigen positie in een onderneming zonder een gunstig toekomstperspectief *geen* goed argument voor een MBO. Echter, het feit dat de werkmaatschappij bij het moederbedrijf 'in de etalage' staat, verschaft de mogelijkheid in dit toekomstperspectief de nodige klaarheid te brengen. Is het management er zich van bewust dat in geval van een MBO voor het bedrijf een betere uitgangspositie ontstaat, dan lijkt overnamebescherming als argument om het bedrijf uit te kopen en daarmee tevens de eigen baan veilig te stellen, een zeer plausibel argument voor het ontstaan van MBO's, die voort zijn gekomen uit strategische heroriëntatie van het concern. Het feit dat rond potentiële MBO-kandidaten enige biedingen plaatsvinden door 'corporate buyers', kan zelfs leiden tot meer duidelijkheid over de vraag hoe belangrijk het huidige management voor de onderneming is (Moleveld 1989, p.138). Is het zittende management van doorslaggevende betekenis voor het welslagen van de onderneming, dan

bezit het management in de onderhandelingen hierdoor een goede onderhandelingspositie. In geval de moeder in zee wil gaan met een 'corporate buyer', kan het zittende management dreigen met opstappen. De prijs die dan door derden op tafel moet worden gelegd is vaak te hoog, omdat in dat geval het gehele management moet worden vervangen. Hierdoor is het goed mogelijk dat derden van de transactie afzien en het zittende management uiteindelijk de nieuwe eigenaar wordt. Zie in dit verband de case-studie de MBO van het trailerverhuurbedrijf TIP Europe.

Toch dient opgemerkt te worden dat voor een grote groep Nederlandse MBO's de verzelfstandiging via een MBO vaak het laatste redmiddel was. Nadat de fusie- en verkoopopgingen op niets waren uitgelopen en het bedrijf geen strategische waarde voor een ander bedrijf vertegenwoordigde, resteerde de keus voor het concern aan het zittende management verkopen of het bedrijf sluiten. Het laatste alternatief is vanuit sociaal oogpunt weinig aantrekkelijk voor het imago van het concern. Bovendien zijn de afvloeiingskosten voor het personeel bij liquidatie een grote kostenpost. In zo'n situatie benaderen de uitkooprijzen de boekwaarde of blijven daar zelfs (ver) onder, hoewel exacte bedragen niet publiekelijk bekend zijn gemaakt. Voor deze *defensieve* MBO's gaat het hier bedoelde overname-beschermingsargument niet op.

Dat neemt niet weg dat na de MBO bijna alle nieuwe eigenaren de verworven onderneming tegen overname beschermen (NIB 1985). In dat geval duidt de bescherming tegen overname op gunstige toekomstverwachtingen bij de uitkopende managers en is het een signaal dat de onderneming goede economische prestaties zal tonen. Voor je zelf werken, is nu eenmaal voor vele zoniet alle ondernemende managers erg aantrekkelijk en een MBO is te prefereren boven het starten van een nieuwe onderneming. De grote financiële betrokkenheid zorgt voor een sterkere resultaatafhankelijkheid bij de (uitkopende) managers (Jensen en Murphy 1990, p.141.).

Discussie

Er is een ruime keus aan beschermingsmogelijkheden voor zelfstandige ondernemingen, daarvoor hoeft de MBO niet te dienen.

Vele MBO's zijn van defensieve aard en hebben in de praktijk niet te maken gehad met overnamebiedingen door derden. Sommige Nederlandse concerns, bijvoorbeeld uitgeverijen als VNU, Wolters Kluwer en Elsevier, geven zelfs voorkeur aan verkoop aan industriële kopers boven een MBO als de omvang van de af te stoten onderneming groot is en de financiële flexibiliteit en daarmee de continuïteit van de nieuwe onderneming in gevaar komt.

De bescherming tegen (vijandige) overname als ontstaansgrond voor MBO's, ligt gezien bovenstaande argumenten, voor defensieve MBO's niet voor de hand. Voor het ontstaan van offensieve MBO's kan het vooruitzicht van het zittende management om voor derden te gaan werken, een extra prikkel zijn om een uitkoop te overwegen. Wij zien daarom de

koop door het zittende management als vorm van overnamebescherming meer als een gevolg van een door het uitkopend management berekende kans van slagen.

Op de vraag of het geconcentreerd aandelenbezit in handen van de manager/eigenaar oorzaak voor de betere economische prestaties is, komen we in hoofdstuk 6 uitvoerig terug.

4.5.2.4. De hypothese van de vrije kasstroom

De vrije kasstroom bestaat uit het surplus aan geldmiddelen boven datgene dat noodzakelijk is om de investeringsprojecten met een positieve netto contante waarde, rekening houdend met een relevant percentage vermogenskosten, van de vereiste geldmiddelen te voorzien. Kieschnick haalt Jensen aan om aan te geven (1986, p.323) dat bedrijven met vrije kasstromen bij uitstek overname kandidaten zijn. De gedachte achter dit argument voor het ontstaan van een MBO is de volgende. Stel, het zittende management wordt beloond op basis van omzetgroei en niet op basis van winstgroei. Het management zal als gevolg van deze beloningsvorm geen projecten met hoge risico's en hoge winsten selecteren voor investeringen, maar vooral projecten die bijdragen aan de omzetgroei en daarmee aan de omvang van de onderneming. Indien dit bij marktpartijen bekend is, is de onderneming in principe een kandidaat voor een MBO, want er ontstaat een verschil tussen de *werkelijke marktwaarde* van de onderneming en de door beleggers *mogelijk geachte marktwaarde*. Echter tot die groep beleggers kan ook het management toetreden (zie ook het argument van de inadequate managementbeloning hierna). De vrije kasstroom wordt voorafgaand aan de MBO-transactie gebruikt om de (oude) aandeelhouders tevreden te stellen. Management en financiers substitueren als het ware aandelenkapitaal en daarmee hun dividendbeleid door vreemd vermogen en verplichten zich aan de nieuwe schuldeisers en kleine kring nieuwe aandeelhouders om de toekomstige vrije kasstroom direct uit te keren. Hiermee vermindert dus de financiële speelruimte voor de manager om de vrije kasstroom naar eigen inzicht te besteden.

Kieschnick (1987, p. 71-72) vindt geen empirische steun voor de bewering dat MBO's ontstaan door het uitkeren van vrije kasstroom. Hij treft juist het tegenovergestelde aan: hoe hoger de vrije kasstroom, hoe lager de kans op een MBO voor de desbetreffende onderneming, terwijl het argument juist een hogere vrije kasstroom voorspelt.

Jensen (in Kieschnick 1987, p. 13) concludeert dat de MBO gefinancierd met relatief veel vreemd vermogen een nieuwe ondernemingsvorm is, waarin de organisatie op drie verschillende onderdelen van de vorige ondernemingsvorm verschilt. Deze verschillen waarvan we de eerste twee nader zullen bespreken zijn:

- i. het management keert de vrije kasstroom uit aan de bestaande aandeelhouders in de vorm van een premie op de koopprijs van de onderneming;

- ii. het management zorgt voor een grotere nadruk op de efficiëntie in de hele onderneming vanwege de sterk toegenomen schuldenlast; door Jensen wordt dit de 'control hypothesis for debt creation' genoemd;
- iii. de beleggers (de vreemd vermogensverschaffers) hebben lagere faillissementskosten omdat zij hun lening geleidelijk mogen omzetten in eigen vermogen indien de onderneming floreert. Tegelijkertijd wordt door 'strip financiering' toe te passen, de kans geringer op belangentegenstelling tussen eigen- en vreemd vermogensverschaffers.

Voor een bespreking van de verschillende financierings-instrumenten die 'financial unification' tussen aandeelhouders en vreemd vermogensverschaffers beogen, wordt verwezen naar Copeland en Weston (1988, p.662-663), Linnes (1990, p.61-64), Walker (1989, p.43-45) en Torpey en Viscione (1987, p. 116-122). Dit aspect van de nieuwe organisatievorm laten we verder buiten beschouwing.

ad i. De vraag is of MBO's ook in Nederland ontstaan doordat zij de vrije kasstromen uitkeren aan aandeelhouders. Hieronder betogen wij waarom dit argument van Jensen niet aannemelijk lijkt voor defensieve Nederlandse MBO's en voor offensieve MBO's die het na de MBO zonder deelname in het eigen vermogen door de voormalige moeder moeten doen. Voor offensieve MBO's waarin de moeder na de MBO blijft participeren zijn wij minder ferm in onze afwijzing. Voor onze doelgroep 'divestiture' MBO's is geen sprake van beursnotering, zodat een eventueel verschil in marktwaarde en de te realiseren marktwaarde van de werkmaatschappij aan de hand hiervan niet te berekenen valt. Willen wij zo'n berekening toch uitvoeren dan zal derhalve aangetoond moeten worden, dat de potentiële MBO-ondernemingen, 'willens en wetens' of misschien wel zonder opzet onder hun kunnen presteerden en de moeder verkeerde inlichtingen verstrekten over hun keuze van winstgevende investeringsprojecten, zodat de vrije kasstroom sub-optimaal werd aangewend. Het lijkt ons geen algemene regel dat een onderdeel van een concern er in zou kunnen slagen om gedurende verscheidene jaren achtereen de moeder opzettelijk of niet van verkeerde informatie te voorzien. Over gegevens met betrekking tot de vrije kasstroom die in de vorm van een premie aan de oude eigenaren wordt uitgekeerd boven de marktprijs, beschikken wij niet. De grote groep defensieve MBO's waarvoor prijzen rond de boekwaarde aan de moeder zijn betaald, maakt de aannemelijkheid van het genoemde argument een MBO uit te voeren voor deze categorie niet groter.

Kenmerkend voor de MBO-kandidaten is dat hun managers niet beloofd worden op basis van aandelen of opties op aandelen en dat hun investeringsportefeuille bestaat uit investeringsprojecten die niet de meeste aandeelhouderwaarde creëren. Aan het eerste kenmerk voldoen de MBO's uit onze doelgroep, doch informatie ontbreekt met betrekking tot de rentabiliteit van investeringsprojecten die door de moeder zijn goedgekeurd respectievelijk afgekeurd, alsmede de mogelijkheid de waarde van de dochter tot uitdrukking te brengen in de aandeelhouderwaarde. De gedachte achter dit argument dat

het management als gevolg van deze beloningsvorm geen projecten met hoge risico's en hoge winsten zal selecteren, maar vooral investeringsprojecten die bijdragen aan de omzetgroei, lijkt geen recht te doen aan de geldende moeder-dochter relatie in een concern. Immers de moeder kan op grond van haar overzicht over de investeringsmogelijkheden binnen het concern andere prioriteiten stellen dan de dochter. Zij laat de dochter dan niet de keus. Dit kan bij marktpartijen bekend zijn, maar het is de vraag of daardoor de koers van de aandelen van het moederbedrijf wordt gedrukt. Gesteld dat het verschil tussen de werkelijke marktwaarde van de onderneming en de door beleggers (inclusief het uitkopende management) mogelijk geachte marktwaarde vastgesteld kan worden dan zal dat bij defensieve MBO's pas na enige jaren resulteren in vrije kasstromen. Bij offensieve MBO's verlegt de moeder de prioriteit als gevolg van een strategische heroriëntatie. Via deelname in het aandelenkapitaal van het door middel van een MBO af te stoten bedrijf of door verstrekking van een achtergestelde lening, profiteert de oude aandeelhouder van de uit te keren vrije kasstromen.

ad ii. Wel lijkt ons het genoemde tweede argument voor onze doelgroep MBO's aannemelijk, namelijk de toegenomen rente en aflossing die voor de nodige druk op de nieuwe eigenaren zorgen om een stapje harder te lopen. Dit werkt veelal ook door op het personeel dat in sommige gevallen in de uitkoop participeert, danwel op een andere manier (b.v. door middel van een winstdeling) van de resultaatsverbetering de vruchten plukt. Echter niet zonder een goede inschatting door het uitkopend management van de haalbaarheid van de ondernemingsdoelen.

Zelfstandigheid impliceert tevens het afwerken van een eigen investeringsprogramma hetgeen vroeger onmogelijk was. Eenmaal zelfstandig leidt dit tot aanmerkelijk betere prestaties (ook voor de nieuwe kapitaalverschaffers) omdat de managers, tevens eigenaren, voor eigen bezit nu eenmaal harder knokken en dus meer kansen zien dan ervoor en deze kansen ook beter benutten. Hetzelfde geldt voor de andere zijde van de medaille van het ondernemen: de managers signaleren eerder wanneer het fout dreigt te gaan en nemen eerder maatregelen dan voorheen. Eenmaal op eigen benen blijkt op grond van ons onderzoek de kasstroom over een periode van 6 jaar na de transactie significant vaker positief dan het branchegemiddelde. Het accent van *waarde* scheppen na de MBO in het ondernemingsbeleid wordt sterker aangezet door de substitutie van eigen vermogen door vreemd vermogen. Echter de duur van de toegenomen 'leverage' is kennelijk kortstondig, want na twee jaar is de solvabiliteit van Nederlandse MBO's op vergelijkbaar niveau van de branche. Kennelijk toch lang genoeg voor het uitkopend management om orde op zaken te stellen. Bij de groep MBO's waarop ons onderzoek zich richt kunnen wij deze substitutie bij 73 MBO's waarnemen. Zie in dit verband hoofdstuk 5 voor het onderzoek waarin wij de economische prestaties van Nederlandse MBO's uitdrukken in financiële ratio's en vergelijken met branchegemiddelden.

Verder ligt het voor de hand dat de nieuwe aandeelhouders ('venture capital' verschaffers en banken) afhankelijk van de omvang van hun aandeel in het aandelenkapitaal van de onderneming na de MBO een plaats in de nieuwe Raad van Commissarissen verwerven.

Indien dit door hen noodzakelijk wordt geacht zullen zij met raad en daad de nieuwe manager/eigenaar als actief klankbord ter zijde te staan en zo op de te scheppen waarde invloed uitoefenen.

Discussie

Op grond van bovengenoemde argumenten betwijfelen wij of de maatstaf voor het ontstaan van Nederlandse MBO's in zijn algemeenheid ligt in het uitkeren van de vrije kasstroom (zie ad.i). Kieschnick wijst het argument op grond van zijn empirische toetsing af.

Wij vragen ons af of de Nederlandse MBO's over vrije kasstroom beschikken. De defensieve categorie, zo betoogden wij, in ieder geval niet. Veelal zullen ook de offensieve MBO's de cash flow nodig hebben voor de noodzakelijke uitbreidingsinvesteringen, zodat het de vraag is wat aan liquide middelen (kas minus dividendbetalingen) overblijft om aan dit argument waarde te hechten.

Aan de 'control hypothesis for debt creation' hechten wij meer waarde. Deze impliceert dat wel duidelijk is hoe en waar de nieuwe bronnen van waarde moeten worden aangeboord voor de nieuwe aandeelhouders.

4.5.2.5. De hypothese van de inadequate managementbeloning

De Angelo, De Angelo en Rice (1984, p. 35) concluderen op grond van hun studie van 'going private' transacties dat de beloning van managers te weinig gerelateerd is aan de prestaties van de onderneming. De managers worden voorafgaand aan de MBO niet op basis van de prestaties van de onderneming beloond, in de vorm van aandelen en dividend. Bovengenoemde auteurs stellen dat in verzelfstandigde ondernemingen zij de kans krijgen hierin verandering aan te brengen en dat zij vaak (meerderheids) aandeelhouder zijn als de onderneming weer beursnotering wenst. In de praktijk van de MBO blijkt inderdaad dat de uitkopende managers een behoorlijk rendement op hun investering maken (Los 1989, p.133). Ook op grond van eigen onderzoek (zie tabel 5.1 en 5.2) betreffende de vergelijking van de financiële ratio's tussen MBO's en de branchegemiddelden concluderen wij dat het uitkopende management een hoger percentage rendement op het eigen vermogen behaalt dan het gemiddelde in de branche. In het desbetreffende hoofdstuk gaan we hierop in.

Wij geloven echter dat een diepingrijpende operatie als een MBO voor het management niet voor de hand ligt om voor het inkomen meer afhankelijk te worden van de prestaties van de onderneming. Daarvoor zijn andere, simpeler manieren te bedenken, zoals bijvoorbeeld het hanteren van het instrument opties op aandelen of invoering van winstgerelateerde inkomensbestanddelen.

Onderzoek van enige Nederlandse literatuur Van Hoorn (1986), Van Gool (1986), Sman (1987), Van Dien groep (1987), en de NIB-studie (1985) over de motieven die managers

hanteren voor het uitvoeren van een MBO levert een zeer uiteenlopend beeld van redenen op. De voornaamste redenen kunnen in de volgende drie categorieën gegroepeerd worden, namelijk financiële, organisatorische en privé-redenen:

Financiële redenen voor verzelfstandiging zijn onder meer:

- Dochter verkeert in structurele verliessituatie (er dreigt een faillissement) of draait structureel beneden de rendementsnormen.
- Werkmaatschappijen dreigen in een structurele verliessituatie te geraken. Dit is vooral kritisch als er veel financiële kruisverbanden zijn waardoor schuldeisers regres kunnen halen bij de overige gezonde concernonderdelen, die daardoor eveneens in moeilijkheden kunnen komen.
- Er zijn binnenkort belangrijke investeringen nodig in de dochter. Het concern heeft echter liquiditeitsproblemen c.q. heeft er geen geld voor over omdat de dochter niet tot de kernactiviteiten van het bedrijf behoort (middelen-schaarste). Afstoting levert de moeder de nodige middelen op.
- De moeder streeft naar verbetering van de vermogensverhoudingen en overweegt haar met veel vreemd vermogen gefinancierde dochter af te stoten.
- Het moederbedrijf krijgt een bod op de dochteronderneming en het dochtermanagement ziet geen heil in een nieuwe moeder.
- Eis van financiers bij herfinanciering moeder (desinvestering).
- De leveranciers leveren aan de dochter als zelfstandige onderneming tegen gunstiger condities dan toen het nog onderdeel was van het grote concern.

Organisatorische redenen voor de verzelfstandiging:

- Dochter past niet in de bedrijfscultuur van het concern.
- De integratie van de dochter na een vroegere overname in het concern is niet (volledig) gelukt.
- Door de bureaucratische concernstructuur verliest de dochter aan flexibiliteit die nodig is om op snel veranderende markten te kunnen opereren.
- Dochterondernemingen die zich bezighouden met ondersteunende dienstverlening aan het concern kunnen als zelfstandige onderneming zeer rendabel zijn.
- Grotere vrijheid op de inkoopmarkt voor de dochter na losmaking uit het verticaal geïntegreerd concern.
- De dochter kan meer marktconform optreden (hoeft niet tegen door het concern vastgestelde condities aan moeder en andere dochters te leveren).
- Afnemers kopen soms niet bij de dochter van de concurrent uit angst voor het doorleken van informatie over investeringsplannen.
- Het ontbreken van (natuurlijke) zonen of dochters om het familiebedrijf voort te zetten;

Andere (*privé*) redenen:

- Hard werken en uitdaging zoeken.

- Ontwikkelen van strategische mogelijkheden.
- Vrijheid om te managen.
- De ambitie om snel rijk te worden.
- Loyaliteit jegens het bedrijf en het personeel.

Voor het *ontstaan* van MBO's kan ons inziens het beloningsargument niet de enige rol spelen, gezien bovenstaande opsomming van motieven. De meeste topmanagers van de uitgekochte ondernemingen zijn zeker niet armlastig te noemen. Dat de beloning na de MBO in verband met het te lopen ondernemersrisico, qua omvang en afhankelijkheid anders wordt gestructureerd, ligt voor de hand. Het leveren van economisch aantrekkelijke prestaties ondervindt hierdoor ons inziens de nodige impulsen die voor de MBO niet in die mate werd beleefd. Hoewel wij geen gegevens hebben over de motivatie voorafgaand aan de MBO, vermelden alle geïnterviewde managers uit het onderzoek naar de motieven en ervaringen van 29 directies (NIB 1985, p. 40) die hun onderneming door middel van een MBO van het moederbedrijf tussen 1977 en 1985 kochten, dat hun motivatie groter was geworden. Dit komt overeen met de resultaten uit het onderzoek van Bannock uit 1990. Hieruit bleek dat slechts 1% de MBO als een mislukking ervaarden, 12% had zijn bedenkingen, doch 87% ervaarden hun uitkoop als zeer aangenaam.

Discussie

De uitkopende managers zijn na de MBO met hun persoonlijk bezit verbonden aan het wel en wee van de onderneming. Op grond van bovengenoemde onderzoeken kennen wij aan het argument beloning wel betekenis toe bij het zoeken naar mogelijke verklaringen waarom na de MBO de waardecreatie beter lukt dan voorheen. De beloningsvorm voor het management na de MBO kan een indicatie opleveren dat de onderneming beter presteert dan ervoor toen de managers nog niet op basis van rendementsgroei werden beloond. Er gaan zoals hiervoor gesteld sterke prikkels van uit om de MBO tot een succes te brengen. Toch gaat het ons in dit stadium te ver om hieruit de conclusie te trekken dat managers een MBO organiseren om er in de eerste plaats zelf materieel beter van te worden. Feit is wel dat veel managers na de MBO er beter op geworden zijn op basis van een relatief geringe, doch gerekend naar de financiële privé-omstandigheden, als substantieel te bestempelen investering in het eigen vermogen van het bedrijf. De maatschappelijke acceptatie ervan werd onder meer verkregen tijdens de eerste golf MBO's doordat de banken hun vorderingen konden veilig stellen, de vakbonden zoveel mogelijk de werkgelegenheid konden redden en de overheid haar economische en sociaal beleid kon verdedigen. Zoals wij in 3.3.1 bespraken, leveren de tachtiger jaren theorieën op waarmee getracht wordt zowel problemen op te lossen voor de overheid, de eigenaren en managers van ondernemingen, de financiers en beleggers als voor de meerderheid van de werknemers. Williams (1979, p.4 en 7) bespreekt deze functie van theorieën voor het terrein van de bedrijfspsychologie.

Kieschnick hanteert ons inziens een zwak argument om aan te tonen dat beloning geen

reden voor het uitkopen management kan zijn om een MBO te beginnen. Zijn redenering komt er op neer dat als de beloning voor het management beter is geregeld door de onderneming via een MBO van de beurs te halen, de reden niet voor de hand ligt waarom het management na enige tijd weer beslist tot beursgang de zogenaamde 'reverse MBO'. Kennelijk gaat de auteur aan het feit voorbij dat veel managers / eigenaren dan de positie van meerderheidsaandeelhouder verkeren en van een eventuele beursgang kunnen profiteren.

Voor de Nederlandse MBO's tussen 1977-1989, die met name ontstonden door de financiële problemen bij moeder en/of dochter, danwel vanwege de strategische heroriëntatie bij het moederbedrijf, is het vrijwel ondenkbaar dat de ambitie om snel rijk te worden als enig motief bij het uitkopen management prévaleerde. Voor een uiteenzetting over trends in MBO's wordt verwezen naar hoofdstuk 3. Wij achten het voor de toekomst zeker niet uitgesloten, in geval de trend van financieel gedreven MBO's doorzet, dat deze reden aan belang zal winnen.

4.5.2.6. De hypothese van de waardeverschuiving

Ook naar de effecten van MBO's op de relatieve welvaartsposities van de eigen en de vreemd vermogensverschaffers is onderzoek verricht. Forsyth (1986, p.24) stelt dat de premie, het gedeelte van de koopsom dat boven de marktwaarde wordt uitgekeerd, ten koste van de obligatiehouders wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders. Na de MBO kent de onderneming een hoger risicoprofiel waardoor het vreemd vermogen in waarde daalt.

Het argument uit deze bewering is gebaseerd op de gedachte dat het management na de MBO een waardetransfer bewerkstelligt van de vreemd vermogensverschaffers naar eigen vermogensverschaffers.

Door restrictieve voorwaarden in het leencontract en een betere monitoring zullen de vreemd vermogensverschaffers trachten de waarde van het vreemd vermogen veilig te stellen. Ook de financier als buy-out specialist wil uit hoofde van zijn beroep, financieren en adviseren inzake MBO's, het vertrouwen van vreemd vermogensverschaffers niet beschamen. Wordt strip-financiering toegepast, d.w.z. dat de vermogensverschaffer vormen van vreemd met eigen vermogenfinanciering combineert, dan is de kans klein dat de ene vorm van vermogensverschaffing lijdt onder de andere. Immers aandeelhouders worden obligatiehouders en obligatiehouders worden aandeelhouders.

Discussie

Ons lijkt het argument niet sterk omdat de manager/eigenaar niet zal streven naar maximalisatie van het eigen vermogen maar naar maximalisatie naar de waarde van de gehele onderneming. Hiervan profiteren zowel aandeelhouders als obligatiehouders, zodat we dit argument verder laten rusten. Wij worden in deze opvatting gesteund door Kieschnick. Hij verricht geen verdere toetsing van deze hypothese omdat Marais, Schipper en Smith (1986) op overtuigende wijze voor alle categorieën vermogen tussen

het bekend worden van het bericht dat de onderneming door het management zal worden gekocht van het moederbedrijf, en het voltrekken van deze transactie, gemiddeld een buitengewoon rendement van 13 % berekende. De 'value transfer' hypothese laten wij op grond van bovenstaande argumenten rusten als verklaring voor het ontstaan, respectievelijk het scheppen van betere economische prestaties.

4.5.2.7. De hypothese van de inadequate leverage

Het argument van de inadequate leverage is gebaseerd op de bewering dat de onderneming onvoldoende gebruik maakt van haar leencapaciteit. Door meer vreemd vermogen te lenen kan de waarde van de onderneming voor de aandeelhouders vergroot worden. Het mechanisme van de financiële leverage zorgt voor een verhoging van de rentabiliteit op het eigen vermogen, indien de rentabiliteit van het vreemd vermogen lager is dan de rentabiliteit die op het totale vermogen wordt behaald. Er vindt overheveling plaats van de gemaakte winst met het vreemde vermogen naar de eigen vermogensverschaffers.

Dit argument gaat op als blijkt dat de MBO-kandidaat voorafgaand aan de werkelijke transactie een stuk leenvermogen bewust niet benut of niet mag benutten van de moeder. Het is echter de vraag of na de MBO de component vreemd vermogen stelselmatig hoger wordt dan voor de MBO het geval was. Is dit het geval dan dient aan leverage betekenis te worden toegekend als mechanisme dat de economische prestaties van de onderneming voor de aandeelhouders verhoogt. Indien blijkt dat de eerste jaren na de MBO het beleid erop gericht is veel vreemd vermogen af te lossen, dan leiden wij hieruit af dat 'leverage' vooral functioneert als mechanisme de onderneming los te maken uit het concern.

De leverage kan ook als "koude douche" fungeren als de rentabiliteit van het vreemd vermogen hoger is dan dat van het totale geïnvesteerde vermogen. Het rendement op het eigen vermogen wordt dan uitgehold. In de begin tachtiger jaren liep de rente behoorlijk hoog op (USA tot 19 à 21%; Nederland: tot 12 à 13%) en het is niet denkbeeldig dat het management dat toendertijd een uitkoop overwoog, een kritische kanttekening zou plaatsen bij de benutting van de totale leencapaciteit als argument om een MBO te realiseren. Voor een uiteenzetting over LBO wordt de lezer verwezen naar 2.3 en 2.4.3.

Discussie

Of MBO's ontstaan als gevolg van een met opzet onbenutte leencapaciteit wagen wij te betwijfelen. In ieder geval klopt het argument niet voor het ontstaan van de defensieve MBO's in ons land. De financiële conditie van het concern en / of die van de dochtermaatschappij waren veelal danig verzwakt. Of de met opzet onbenutte leencapaciteit ook als oorzaak geldt voor het ontstaan van offensieve MBO's, kan door ons niet worden beoordeeld door het ontbreken van gegevens. Niet iedere uitkoop (zowel

de defensieve als offensieve) hoeft gepaard te gaan met een sterke stijging van het vreemd vermogen ten opzichte van de situatie voor de MBO, doch het is denkbaar dat de onderneming die voor een MBO in aanmerking komt een omvangrijke onbenutte leencapaciteit bezit. Leencapaciteit wordt als middel benut om de uitkoop te realiseren en zorgt tevens voor de leverage als inkomensbron voor de nieuwe aandeelhouders. Dat de opvoering van de leverage gebaseerd moet zijn op een evenwichtige beoordeling van de toekomstkansen van de onderneming, waarbij zonodig de prognoses over winsten en omzetten dubbel op haalbaarheid zijn geverifieerd, lijkt ons een onvoorwaardelijke eis voor waardecreatie op langere termijn. Anders mist de prikkelende werking op het betalingsgedrag van het uitkopend management veroorzaakt door de hoge bedragen aan rente en aflossing van de leverage, haar doel. Dat impliceert dat naast de factor leverage er andere factoren werkzaam moeten zijn wil de MBO de noodzakelijk cash flow genereren.

4.5.2.8. De arbitrage-hypothese

De karakteristieke kenmerken voor een MBO bestaan volgens Kieschnick uit een relatief lage winst per aandeel, minder goede vooruitzichten voor groei en een lagere vrije kasstroom dan de controlegroep. Op basis hiervan kan er een verschil ontstaan tussen de marktwaarde van de onderneming, de prijs die de bestaande aandeelhouders voor de onderneming willen ontvangen en de liquidatiewaarde ('break-up value'). Is de liquidatiewaarde hoger dan de marktwaarde van de onderneming dan is er ruimte voor *arbitrage* tussen de oude en de nieuwe aandeelhouders. Hierbij zijn de verwachtingen belangrijk die het uitkopende management en de financiers hanteren over de toekomstige ontwikkeling van de kandidaat MBO-onderneming en de wijze waarop de hogere economische waarde gerealiseerd kan worden. De bronnen die de waarde na de MBO creëren moeten volgens hem gezocht worden in een herstructurering van de activa (investeringsprojecten) en het verbeteren van de beheersing van de bedrijfsactiviteiten door het management. De achterliggende gedachte is dat het management over betere informatie beschikt over aantrekkelijke investeringsprojecten dan anderen en specifieke deskundigheid in huis heeft om de onderneming te leiden, zodat rente en aflossing voor het bij de uitkoop verkregen vreemde vermogen tijdig kunnen worden afgedragen. Deelname in het eigen vermogen door het zittende management zorgt voor de benodigde motivatieprikkel om te trachten vermogenswinsten uit de financiële herstructurering van de onderneming te realiseren die grotendeels gepaard gaat met veel vreemd vermogen (Kieschnick, p. 33).

Kieschnick vindt voor deze arbitrage-hypothese de meeste empirische steun. De voor de kandidaat-MBO's volgens deze hypothese voorspelde relatief slechtere winst per aandeel en de relatief grotere aandelenparticipatie door het zittende management in vergelijking met de controlegroep-onderneming, worden door zijn onderzoek bevestigd.

Discussie

Of het voormalige dochtermanagement uit Nederlandse MBO's als enige altijd over superieure informatie beschikt met betrekking tot investeringsprojecten na de MBO, valt te betwijfelen. Kaplan (1989, p. 250) bestrijdt de rol van de superieure informatie die te allen tijde het zittende management zou bezitten, omdat in 46 van de 122 door hem bestudeerde bedrijven (zie Kaplan 4.6) het desbetreffende management die de uitkoop wilde realiseren geheel vervangen werd. Uit interviews met MBO-managers bleek, dat in de ogen van het concernmanagement de bedrijven die voor afstoting in aanmerking kwamen voor het concern geen aantrekkelijke investeringsopties waren. Dikwijls na mislukte overname en fusie pogingen zijn de desbetreffende bedrijven door middel van een MBO uiteindelijk op eigen benen gezet. Dit neemt niet weg dat het concernmanagement en de fusie / overnamepartner over inferieure informatie beschikten. Ons inziens is voor arbitrage niet noodzakelijk dat het zittende dochtermanagement als enige over superieure informatie beschikt. De verhouding rendement en risico die voor het concernmanagement niet aantrekkelijk is, ook niet na herstructurering en verbeterde bedrijfsvoering, behoeft geenszins onaantrekkelijk te zijn voor het zittende management en financiers.

4.5.2.9. Conclusies

Het onderzoek van Kieschnick levert voor het inzicht in het ontstaan van MBO's de volgende conclusies op:

1. Geen statistisch significant lagere relatieve verandering in de verhouding vreemd en eigen vermogen ten behoeve van investeringen dan de controlegroep, waardoor het *transactie-kostenargument* als ontstaansgrond afvalt;
2. Geen statistisch significant relatief lagere, maar juist hogere rentebetalingen; geen significant hogere, maar juist lagere groei; op grond hiervan valt het *belastingargument* af;
3. Geen statistisch significant hogere, doch juist lagere vrije kasstroom; hierdoor wordt het argument van de *vrije kasstroom* afgewezen als empirische ontstaansgrond voor MBO's;
4. Een statistisch significant lagere winst per aandeel, een lagere groei van de verkopen en lagere vrije kasstromen gekoppeld aan een hogere participatie in het eigen vermogen door het zittend management¹⁴ vergeleken met de controlegroep, levert volgens Kieschnick *de ideale voedingsbodem* op voor arbitrage. Arbitrage wordt

¹⁴ In de Verenigde Staten is het gebruikelijk dat het zittende management aandelen in het bedrijf bezit. Bij kandidaat 'going privates' trof Kieschnick een hoger % aandelenbezit onder managers aan dan bij de controlegroep.

door hem derhalve als empirisch geverifieerde oorzaak voor het realiseren van een MBO beschouwd.

Het arbitrage-argument gaat uit van een verschil in waarde tussen de marktwaarde van de MBO-onderneming als 'going concern' en de liquidatiewaarde. Daarbij wordt er van uitgegaan dat het management over betere informatie beschikt dan ieder ander; dat het de juiste operationele ervaring in huis heeft om de onderneming te leiden en dat het zelf de kosten van de koop vermindert door een substantiële participatie in het eigen vermogen en alternatieve biedingen daarom kan afslaan.

5. Voor de niet door hem aan een empirische test onderworpen hypothesen zoekt hij onder andere steun in het werk van andere auteurs. In navolging van Marais, Schipper en Smith (1986) wijst Kieschnick de *transfer van waarde* af. Deze stelt dat de vreemd vermogensverschaffers waarde scheppen voor de eigen vermogensverschaffers; Travlos en Millon (1987) vinden geen empirisch bewijs voor de bewering dat de betaalde premie voor MBO's aan de oude aandeelhouders correleert met de door 'leverage' veroorzaakte waardestijging van de MBO-onderneming. De 'leverage' hypothese wordt derhalve door Kieschnick als verklaring voor het ontstaan van de transactie wegens gebrek aan empirische steun afgewezen. Kaplan daarentegen vindt empirisch bewijs voor de bewering dat de betaalde prijs (aan de oude aandeelhouders) voor de MBO samenhangt met de verkregen belastingvoordelen wegens renteaftrek en toegenomen afschrijvingen. De nieuwe aandeelhouders zijn uiteraard voor hun financiële revenuen afhankelijk van operationele verbeteringen in de onderneming. De *inadequate beloning* voor het management wijst hij af omdat het argument geen goed raad weet met het verschijnsel 'reverse management buy-out' (letterlijk: omkering van de MBO). Bovendien zijn er simpeler methoden om het inkomen van managers meer afhankelijk te maken van de kwaliteit van hun investeringsbeslissingen. De afwijzing van het argument *overnamebescherming* ligt evenmin voor de hand gezien de vele beschermingsmogelijkheden voor zelfstandige ondernemingen. Op basis van de ad. 4 genoemde uitkomst, stelt Kieschnick dat er ruimte ontstaat voor *arbitrage* tussen de oude en de nieuwe aandeelhouders door het verschil in waarde van de activa in de huidige en de toekomstige aanwending van de uit te kopen onderneming. Veranderingen in de vraag naar andere producten en toepassingsmogelijkheden van activa maar ook mismanagement kunnen de waarde ervan beïnvloeden en aanleiding vormen tot arbitrage. In ieder geval dient voor arbitrage de situatie te gelden waarin er sprake is van een relatief lagere winst per aandeel, minder goede vooruitzichten voor groei en een lagere vrije kasstroom bij MBO's dan de andere ondernemingen in de bedrijfstak. Hoewel wij geen gegevens hebben over het verschil tussen liquidatiewaarde en marktwaarde van de MBO's uit concerns en ook niet over de voor de MBO betaalde prijzen, valt niet te ontkennen dat er voor beide partijen kennelijk een bevredigende

transactie tot stand is gebracht. In ieder geval zien zowel het concernmanagement als het uitkopend management onder begeleiding van financiers wel brood in alternatieve investeringsprojecten. De nieuwe aandeelhouders trachten vooral vermogenswinst te realiseren door de koop met relatief veel vreemd vermogen te financieren.

Kieschnick (1987) stelt op pagina 33 de kern van het arbitrage-argument aan de orde: "It is as if the buyout group has bought a call option on any value to be created by restructuring the firm's asset or project composition, with the exercise price set by the debt issued".

Hieronder vatten wij de resultaten samen van de door Kieschnick geteste hypothesen in volgorde van de paragrafen waarin zij aan de orde kwamen. Eerst volgt de beoordeling van Kieschnick, waarbij een min betekent dat de hypothese voor het ontstaan van de MBO-transactie volgens deze auteur niet empirisch houdbaar is. Een plus geeft aan dat dit wel het geval is. In de kolom erna brengen wij tot uitdrukking of dezelfde argumenten plausibel zijn voor het ontstaan van de Nederlandse MBO's.

In de laatste kolom geven wij aan of de besproken argumenten volgens ons aanknopingspunten opleveren voor een verklaring van de verbeterde economische prestaties na een MBO.

<u>par.</u>	<u>Hypothesen</u>	<u>Kieschnick</u>	<u>Ned.MBO's</u>	<u>Waardecreatie</u>
4.5.2.1.	transactiekosten	-	-	niet relevant
4.5.2.2.	belastingen	-	+	niet relevant
4.5.2.3.	overnamebescherming	-	-	wel relevant
4.5.2.4.	vrije kasstroom	-	-	niet relevant
4.5.2.5.	inadequate beloning	-	-	wel relevant
4.5.2.6.	waarde transfer	-	-	niet relevant
4.5.2.7.	inadequate leverage	-	-/+	wel relevant
4.5.2.8.	arbitrage	+	+	wel relevant

Tabel 4.3: Samenvattend overzicht hypothesen over ontstaan van MBO's en waardecreatie

4.6 Onderzoek van Kaplan

4.6.1 Inleiding

Als één van de eerste onderzoekers in de VS naar de mogelijke bronnen van de verbeterde prestaties na de buy-out, heeft Kaplan (1989, p. 217-254) empirisch onderzoek verricht naar de veranderingen in de bedrijfsresultaten van 48 Amerikaanse MBO's die tussen 1980 en 1986 plaatsvonden. Kaplan toetst de relevante bronnen voor waardeverbetering

die na of liever gezegd door de MBO ontstaan. Als maatstaf voor de verbeterde economische prestaties neemt hij *cash flow*-variabelen zoals het bedrijfsresultaat (gedefinieerd als netto-verkopen minus kosten van de verkopen, verkoopkosten, algemene en administratiekosten voor afschrijvingen, rente en aflossing), investeringsuitgaven voor vervangings- en uitbreidingsinvesteringen, alsmede het verschil tussen netto resultaat en investeringsuitgaven (de zogenaamde netto cash flow). Hij vergelijkt de waarden van de genoemde variabelen twee jaar voor met die van twee jaar na de MBO en vindt empirisch steun voor de hypothese dat de *verlaging van de agency-kosten of wel de vernieuwde motivatieprikkels* verantwoordelijk zijn voor de verbeterde economische prestatie na MBO. De cijfers corrigeert hij voor de invloed van de branche. Met agency-kosten worden kosten bedoeld die in de relatie tussen principaal en agent worden gemaakt voor de regelingen die worden getroffen om ongewenst gedrag van de agent tegen te gaan. Het zal duidelijk zijn dat voor de positie van principaal zowel de financier als het uitkopend management in aanmerking komen. In het eerste geval is er sprake van agentschapsrelaties tussen financier en uitkopend management en in het tweede geval tussen uitkopend management en personeel. Deze regelingen brengen kosten met zich mee, bijvoorbeeld kosten van toezicht en controle (monitoring costs), kosten van contractopstelling, kosten van beloningsplan en kosten van informatieverstrekking aan de principaal door de agent (bonding costs). Door de MBO wordt de kans op conflicten geringer tussen management en financier respectievelijk management en personeel en waardoor de kosten verbonden aan de maatregelen die belangenconflicten moeten voorkomen, lager worden. Ter toelichting dient hier te worden vermeld dat de verandering in de eigendomsstructuur en in de vermogensstructuur, vanuit oogpunt van motivatie van de nieuwe eigenaren en beleggers, de opvattingen van beide stakeholders over de doelstellingen van de onderneming op één lijn brengt. Beide krijgen meer aandacht voor de waarde van de onderneming en voor het scheppen van concurrentieel voordeel door aanpassingen in de strategie en de uitvoering. De belangenconflicten tussen management / eigenaar en personeel nemen na de MBO af als gevolg van het feit dat de MBO het enige alternatief is voor overleving en dat met de MBO gepaard gaande herstructurering van de organisatie de werknemers meer verantwoordelijkheid in de uitvoering van hun taken krijgen. Voor een nadere uiteenzetting over agency-kosten verwijzen wij naar hoofdstuk 9.

Deze hypothese heeft een belangrijk element gemeenschappelijk met de *arbitrage* hypothese van Kieschnick. Beiden hangen de waardecreatie door het management aan. Hierin wordt aan de betekenis van de vernieuwde motivatieprikkels, veroorzaakt door een substantiële deelname van het zittende management in het eigen vermogen van de onderneming, resulterend in een voor de nieuwe aandeelhouders gunstige *herstructurering van investeringsprojecten* en verbeterde *management control* een vooraanstaande plaats toegekend. Het agency-kosten-argument houdt expliciet rekening met de belangen van de nieuwe vreemd en eigen vermogensverschaffers bij de beoordeling van het management door de financiële MBO-specialisten.

De meest genoemde verklaringen voor de verbeterde economische prestaties zijn volgens Kaplan (1989, p.217-218):

1. de verlaging van de agency-kosten of de verbeterde motivatieprikkels;
2. de waardeverschuiving van de factor arbeid naar de nieuwe aandeelhouders na de buy-out (bijvoorbeeld verlaging van lonen en/of afvloeiing van personeel, terwijl de bedrijfsresultaten op het oude peil blijven of verbeteren);
3. de informatievoorsprong van de uitkopende managers ten opzichte van de bestaande aandeelhouders en
4. de belastingvoordelen.

De eerste drie verklaringen sluiten elkaar *niet* wederzijds uit en voorspellen alle drie dat na de MBO de kasstroom toeneemt. Het effect van de belasting op de verbeterde bedrijfsresultaten relativeert hij door de bevindingen uit zijn onderzoek in sterke mate. Immers, zou de belastingaftrek alleen voor de waardecreatie zorgen, dan zouden de alternatieve hypothesen voor waardecreatie geen empirisch bestaansrecht hebben. Dit is volgens het onderzoek van Kaplan geenszins het geval, vandaar dat hij er verder in zijn onderzoek naar waardecreatie geen aandacht aan besteedt.

Hieronder lichten wij de eerste drie genoemde hypothesen kort toe, waarna de door Kaplan gevonden resultaten worden weergegeven.

4.6.2 Hypothesen

ad.1 Verlaging van de agency-kosten

Jensen (1986, p.323-329) stelt vast dat een MBO gebruik maakt van een *combinatie* van verschillende motivatieprikkels. Hieronder zullen wij die beknopt weergeven.

De uitkopende managers verwerven een groter deel in het *eigen vermogen* van de onderneming dan voorheen en streven ernaar de waarde van de onderneming te vergroten. De mediane waarde van de deelname in het eigen vermogen van de managers neemt toe van 5,88% naar 22,63% (Kaplan 1989, p.220). Zij zijn als manager/eigenaar meer gebaat bij het vergroten van de waarde van hun aandeel dan vroeger toen zij voornamelijk via verhoging van verkoopcijfers promotie konden maken. Aanwending van financiële middelen die hun status als manager verhogen of de groei stimuleren door middel van overnames, zal door hen worden vermeden. Dit houdt in dat het management vrije kasstromen zal uitkeren aan de nieuwe aandeelhouders.

Tegelijkertijd zorgen de relatief *hogere schulden* (volgens Jensen (1986, p.325) is een verhouding van eigen versus vreemd vermogen van 1:10 voor Amerikaanse MBO's niet ongewoon) na de MBO voor meer accent op het verhogen van de efficiëntie en activiteiten die de cash flow stimuleren. Het beperkt de bestedingsvrijheid van de manager/eigenaar, omdat immers aan de hogere rente- en aflossingsverplichtingen na de MBO zal moeten worden voldaan. Verspillingen worden scherper dan voorheen tegengegaan.

Tenslotte geeft Jensen aan dat de *nieuwe financiers/aandeelhouders* voor het reilen en zeilen van de onderneming met meer dan gewone belangstelling het doen en laten van het management zullen volgen. Bovendien, zo betoogt hij, zijn zij gebaat bij een goede 'monitoring' van het management van de uitgekochte onderneming, omdat zij in de toekomst voor nieuwe MBO-transacties vaker een beroep op de aandeelhouders zullen willen doen.

Op grond van bovenstaande combinatie van motivatieprikkelers voorspelt Janssen verhoging van agency-kosten voor de financier. DeAngelo en DeAngelo (1987) en Gorof (1985) geven in dit verband een bijzonder heldere bijdrage over de invloed van deze financiële motivatieprikkelers op het bedrijfsresultaat.

ad.2 Waardeverschuiving

Een andere verklaring voor de verbeterde prestaties komt van Shleifer en Summers (1988) en in ons land van Sliepenbeek (1988a, p.7). Volgens hen komen de verbeterde economische prestaties tot stand door inkrimping van het personeelsbestand en de verhoging van de lonen. De Jong (1991) komt deze vorm van waardeverschuiving in zijn onderzoek naar het sociaal ondernemingsbeleid bij MBO's niet tegen.

Of waardeverschuiving tussen verschaffers van vermogen plaatsvindt, namelijk die tussen vreemd en eigen vermogensverschaffers, bespreken wij reeds in 4.4.2.6.

ad.3 Informatie-asymmetrie

Lowenstein (1985, p.730) hanteert het argument dat de uitkopende directieleden een lagere prijs aan de aandeelhouders kunnen betalen voor de uit te kopen onderneming op grond van informatie die alleen zij bezitten. De onderneming is in werkelijkheid meer waard dan ervoor betaald wordt. Ook dit argument voorspelt hogere bedrijfsresultaten na MBO.

Voor elk van de hierboven genoemde hypothesen gaat Kaplan de geldigheid na of zij de verbeterde economische prestaties na de MBO verklaren. Hieronder vatten wij de voornaamste resultaten uit zijn onderzoek samen.

4.6.3 Onderzoeksresultaten

Kaplan constateert op basis van de voor de branche-invloed gecorrigeerde cijfers alleen voor het derde jaar na de transactie een toename van 24% van het *bedrijfsresultaat*, gedefinieerd als netto-verkopen minus kosten van de verkopen, verkoopkosten, algemene en administratiekosten voor afschrijvingen, rente en aflossing. Het bedrag dat resulteert, het verschil tussen bedrijfsresultaat uit gewone bedrijfsuitoefening en kapitaalsuitgaven, meet de cash flow van de bedrijfsactiviteiten na de MBO. Voor de eerste twee jaar na de MBO wordt geen verandering geconstateerd.

Het *bedrijfsresultaat* als percentage van de totale activa stijgt eerst en daalt daarna weer gedurende de meetperiode van drie jaren na de MBO (jaar 1: 16.6%, jaar 2: 36.1% en jaar 3: 21.3%). Dit is eveneens het geval met het bedrijfsresultaat uitgedrukt in een percentage van de omzet (jaar 1: 12.4%, Jaar 2: 23.3% en jaar 3: 34.8%). Volgens Kaplan zijn de werkelijke bedrijfsresultaten na de MBO nog hoger, want in het eerste jaar na de MBO zijn de voorraden doorgaans sterk opgewaardeerd. De kosten van de omzet zijn daardoor kunstmatig verhoogd en verhullen volgens hem de werkelijke verbeteringen in de bedrijfsresultaten.

De tweede cash flow variabele die hij onderzoekt betreft de *investeringsuitgaven* voor vervangings- en uitbreidingsinvesteringen. Vooral de drie jaren na de MBO vindt er ten opzichte van het laatste jaar voor de MBO een afname plaats qua niveau (-35.9%, -32.6%, -64.4%). Ook de voor branche-invloed gecorrigeerde cijfers laten een negatief beeld zien: de uitgaven uitgedrukt in een percentage van de activa (-6.1%, -5.7% en -19.3%) respectievelijk van de verkopen (-16.7%, -16.8% en -25.6%). Wij zouden hieruit kunnen afleiden dat de MBO-bedrijven kennelijk geen ruimte voor investeringen hebben, omdat zij met relatief veel vreemd vermogen zijn gefinancierd. Of de directieleden geven inderdaad in vergelijking tot de jaren voor de MBO geen geld meer uit aan projecten met de negatieve netto contante waarde (zie: 4.5.2.4 Jensen's 'free cash flow' hypothese). De waardecreatie na de MBO wordt er niet door onmogelijk gemaakt. Uit het verschil tussen het bedrijfsresultaat en uitgaven voor vervangings- en uitbreidingsinvesteringen blijkt een toename van de zogenaamde *netto cash flow* van de ondernemingen. Gecorrigeerd voor branche-invloed wijzen de metingen uit dat er sprake is van een significante toename na de MBO (één jaar voor de MBO was dit 11.2%, terwijl in de respectievelijk jaren erna de volgende percentages werden gevonden: 41.1%, 59.3% en 95.6%). Zowel afgemeten aan de niveaus van de opvolgende jaren na de MBO vergeleken met het jaar voor de MBO, als aan de procentuele stijging ten opzichte van de omvang van de activa als van de verkopen. De toegenomen cash flows zijn van dezelfde orde van grootte als de toename van de waarde van de onderneming. De veranderingen in de bedrijfsresultaten, investeringsuitgaven en de netto cash flow correleren positief met de door beleggers verkregen opbrengsten van MBO's (gecorrigeerd voor branche invloeden) en zijn verantwoordelijk voor de waardecreatie.

Hieronder bespreken wij welke van de resterende hypothesen (ad 2 en ad 3) de toegenomen economische prestaties verklaren.

Waardecreatie door reorganisatie?

Voor 33 MBO's uit de periode 1980-1986 vergeleek Kaplan een jaar voor de uitkoop en een jaar erna de werkgelegenheidsniveaus en corrigeerde de uitkomsten voor de branche-invloed. Hij constateerde voor de MBO-bedrijven gedurende de tijdsperiode weliswaar geringe dalingen in hun personeelsbestand doch de mediane waarneming bedroeg 0.0. De mediane waarneming voor de branche gecorrigeerde daling daarentegen was -15.33 %.

Om te corrigeren voor desinvesteringen na de MBO-transactie zijn 26 MBO's geselecteerd waarvan kon worden vastgesteld dat zij niet meer dan 10% van de totale balanswaarde

bestedden aan desinvesteringen en acquisities. Voor deze groep MBO's vond Kaplan dat tweederde van de ondernemingen de personeelsbezetting verhoogden (mediaan 3.34%). De voor de branche gecorrigeerde verandering in de personeelbezetting is negatief (mediaan -11.6 %). Kennelijk groeien de MBO bedrijven qua personeelsbestand minder dan de niet MBO-ondernemingen uit de branche. Gezien deze percentages kon hij geen steun geven aan de verklaring van de verbeterde economische prestaties na MBO door de transfer van waarde van de factor arbeid naar de nieuwe eigenaren.

Met betrekking tot de hoogte van de lonen en over de samenstelling van het personeelsbestand na de MBO ontbraken voor dit onderzoek de gegevens.

Waardecreatie door informatievoorsprong?

Deze hypothese stelt dat op grond van de informatie over het toekomstig economisch potentieel van het bedrijf, waarover alleen de directieleden beschikken, de waardecreatie niet afhankelijk is van de MBO. Als de aandeelhouders over de informatie zouden beschikken dan zouden zij hun stukken niet voor de geboden (té) lage prijs van de hand doen. Kaplan observeerde bij 122 bedrijven, waarin sprake was van een mogelijke effectuering van een MBO door het zittende management, dat er 46 geen doorgang vonden. Het merendeel werd overgenomen door industriële kopers. Dit zou duiden op prijsconcurrentie bij voorgenoemde MBO's.

Indien de overnemende managers een (té) lage prijs zou betalen voor de onderneming, dan zouden zij bij rationeel gedrag zoveel mogelijk aandelen na de MBO willen bezitten. Voor de buy-out bezit het management gemiddeld 5.88% van de aandelen en na de buy-out loopt dit op tot gemiddeld 22.6%. Er is dus sprake van een behoorlijke deelname in het eigen vermogen. Echter de toename van het aandeel in het eigen vermogen na de buy-out van de topmanagers (mediaan: 4.41%) is geringer dan de mediaanwaarde van de toename van het aandeel in het eigen vermogen van de managers onder de top (9.96%), terwijl er weinig verschil in percentages aandelenbezit voor de MBO tussen hen bestond 1.48% voor de topmanagers en 1.19% voor de andere managers. In geval een lage prijs voor de buy-out zou zijn betaald, is dit een merkwaardige uitkomst. De managers onder de topdirectie zouden eerder beloofd willen worden met hogere salarissen dan met ondergewaardeerde aandelen. Het verstrekken van ondergewaardeerde aandelen pleit volgens Kaplan meer voor de werking van het efficiëntie argument als verklaring.

Een andere verklaring waarom het argument van een lage prijs niet opgaat als verklaring voor de verbeterde economische prestaties na de MBO vindt Kaplan in de substantiële verkoop van aandelen door managers uit het bedrijf die van het aandeelhouderschap na de buy-out afzien (gemiddeld aandelenbezit van circa 10%). Gegeven het feit dat zij op de hoogte zijn van de lage prijs voor de aandelen, zouden zij niet snel met een verkoop van hun stukken instemmen.

Een ander interessant resultaat uit het onderzoek is dat in 25% (19 van de 76 MBO's) van de gevallen het topmanagement het bedrijf verlaat voor de MBO geëffectueerd wordt. In al

die gevallen verkoopt de vertrekkende topmanager zijn aandelen. Dit zou men niet verwachten indien de topmanager op de hoogte is van een kennelijk te lage verkoopprijs voor de onderneming.

Over het algemeen concludeert Kaplan dan er een actieve markt voor de verhandeling van "zeggenschap" bestaat, want 46 van de 122 MBO-ondernemingen krijgen nieuwe topmanagers in de functie van 'chief executive officer', zodat er door de markt zelf kennelijk paal en perk wordt gesteld aan te lage prijzen voor deze transacties op grond van superieure managementinformatie.

Verder komt uit onderzoek naar voren dat MBO-managers doorgaans te hoge projecties van de bedrijfsresultaten geven. Zouden zij de aandeelhouders willen misleiden over de werkelijke waarde van de onderneming, dan zijn zij gebaat bij stelselmatig lagere projectie van de uiteindelijke resultaten.

4.6.4 Conclusies

De voornaamste conclusie van Kaplans onderzoek luidt, dat de toename van de bedrijfsresultaten (inclusief de betere cash flows) na de MBO niet verklaard kan worden door een superieure informatievoorsprong van de uitkopende managers. Op dit punt spreken Kieschnick en Kaplan elkaar tegen. Het arbitrage argument verklaart het ontstaan van de MBO juist uit een situatie dat het management beter is geïnformeerd over een mogelijk verschil tussen marktwaarde en liquidatiewaarde dan anderen, bijvoorbeeld beleggers. Door zijn operationele affiniteit met de bedrijfsactiviteiten is het management beter dan wie ook in staat de waarde van de onderneming te vergroten. Toch is de situatie van informatievoorsprong bij het management, zo deze er is, volgens Kaplan geen lang leven beschoren.

Geen empirisch bewijs kon worden verkregen voor het argument dat de verbeterde prestaties na uitkoop veroorzaakt worden door een 'transfer' van de waarde van het personeel (lagere lonen en ontslagen door afslanking) naar de nieuwe aandeelhouders na de MBO.

Aangezien de verbeterde prestaties gemeten werden *voor* belasting en *voor* rentebetalingen en afschrijvingen, resteert als verklaringsgrond *de nieuwe combinatie van motivatieprikkel*s. Deze prikkels betreffen de hoge schulden, de verhoogde deelneming in het eigen vermogen door het management en de beoordeling van de resultaten door de nieuwe aandeelhouders (in alle MBO's uit het onderzoek waren de externe aandeelhouders vertegenwoordigd in de raad van bestuur). Volgens deze hypothese nemen de economische prestaties toe, juist vanwege het effect van deze prikkels op het werkgedrag. In dit geval beschikken directieleden en investeerders echter over dezelfde gegevens als de bestaande aandeelhouders en vinden er onderhandelingen plaats hoe de waardecreatie na de MBO te verdelen. De studie gaat niet verder in op de manier waarop deze motivatieprikkel s invloed hebben op de bedrijfsleiding, het personeel en de organisatie na de MBO.

4.7 Onderzoek van Singh

4.7.1 Inleiding en hypothesen

In het eerste deel van zijn onderzoek vergelijkt Singh de economische prestaties van 65 ondernemingen voordat zij een MBO uitvoeren met die van 130 ondernemingen die geen MBO uitvoeren. Hij onderzoekt daarmee de kenmerken van ondernemingen die voor een MBO in aanmerking komen.

In het tweede deel van zijn onderzoek bestudeert deze auteur de economische prestaties na de MBO en wel drie jaar voordat de MBO weer beursnotering krijgt. Hij gaat na of het hierop voorspelde effect door de respectievelijke hypothesen over waardecreatie, informatie-asymmetrie en belastingbesparing positief of negatief is. Hieronder geven wij beknopt de bevindingen van deze studie weer.

4.7.2 Onderzoekresultaten

Als kenmerken van kandidaat MBO-ondernemingen vindt Singh:

- de kandidaat MBO-ondernemingen hebben hogere cash flows uitgedrukt als % van de verkopen;
- bezitten een lager debiteurenniveau uitgedrukt als % van de verkopen;
- staan vaak in het middelpunt van overname-biedingen.

Zowel Kieschnick als Kaplan noemen beiden als MBO voorspellende factor de frequente *overname-biedingen*. Dat duidt er volgens hen op dat de uitkoopactiviteit in de Verenigde Staten vooral door externe buy-out specialisten wordt uitgeoefend. De lagere vrije kasstroom die Kieschnick illustratief acht voor kandidaat MBO-ondernemingen behoeft niet inconsistent te zijn met de hogere cash flows die Singh als MBO voorspellend kenmerk noemt. Het is goed denkbaar dat van de hoge cash flow weinig over blijft in de vorm van vrij uitkeerbare cash flow in verband met de te financieren investeringsprojecten.

De overige financiële kenmerken van kandidaat MBO-ondernemingen zijn volgens Kieschnick te herkennen aan een relatief lagere winst per aandeel c.q. minder goede vooruitzichten voor groei hetgeen in tegenspraak lijkt met de voorspellende factoren van Singh die vindt dat hogere cash flows en lagere debiteurenniveaus de kandidaat MBO-ondernemingen kenmerken. Uit de resultaten van Singhs onderzoek zouden we kunnen afleiden dat juist goed draaiende ondernemingen door middel van een MBO verzelfstandigen. Terwijl Kieschnick juist de minder goed draaiende onderneming als kandidaat benadrukt.

In het tweede deel van zijn onderzoek vergelijkt hij, gedurende een periode van 3 jaar

voordat de MBO's beursnotering (in de literatuur aangeduid met de term 'reverse buy-out') krijgen, de economische prestaties van de bedrijfsvoering bij 33 divisionele MBO's en 22 MBO's van reeds zelfstandige bedrijven (going privates) met de gemiddelden van de branche. Singh komt tot de conclusie dat de MBO's het economisch beter blijven doen dan de branche. Drie jaar voordat de MBO-onderneming (weer) naar de beurs gaat, vertoont zij betere scores ten opzichte van de branchegemiddelden op de volgende factoren :

- groei van de verkopen; deze is bij divisionele MBO's zelfs sterker dan bij MBO's die al voor de MBO zelfstandig opereerden;
- hogere omloopsnelheid van de voorraden;
- hogere omloopsnelheid debiteuren;
- hogere resultaten uit gewone bedrijfsvoering;
- ondanks de hogere leverage hadden de MBO's geen lagere current ratio's.

Op grond van de bevindingen uit het tweede gedeelte van zijn onderzoek concludeert Singh dat de MBO's (n=55) qua omzet en groei van de bedrijfsresultaten en qua omloopsnelheid van de voorraden en debiteuren het gedurende die periode verreweg beter blijven doen dan het branchegemiddelde.

De MBO's onderscheiden zich van de branchegemiddelden door betere prestaties op respectievelijk cash flow en verkoop gerelateerde factoren:

- | | |
|---|---|
| - cash flow als % van de verkopen; | - rendement op het geïnvesteerd vermogen; |
| - cash flow als % van de totale activa; | - debiteurensaldi; |
| - current ratio; | - bedrijfsresultaat uit gewone bedrijfsuitoefening; |
| - rentedekking; | - verkoopgroci. |

Bij de beoordeling van de bovengenoemde kenmerken, gaat Singh na of het hierop voorspelde effect door de argumenten waardecreatie, informatie-asymmetrie en belastingbesparing positief of negatief is.

4.7.3 Conclusies

Belastingaftrek en informatie-asymmetrie als enige bronnen voor waardecreatie wijst hij evenals Kaplan van de hand. Het belasting-argument impliceert dat waarde niet door interventies van het management tot stand komt, maar door forse belastingbesparing omdat de uitkoop de managers tot hoge rentebetalingen dwingt. Hierdoor wordt als het ware de belasting in de vorm van cash flow doorgeschoven naar de vermogensverschaffers. Het belasting-argument helpt naar onze mening mee aan de tot standkoming van de MBO door de verdeling van de waarde fiscaal te regelen, maar vergroot op zich de waarde niet.

De informatie-asymmetrie hypothese ontkent dat de waarde door interventies van het

management tot stand komt. Volgens dit argument beschikken de zittende managers als enige over superieure informatie met betrekking tot de waarde van de onderneming. Zij benutten de kans om in geval de onderneming in hun ogen sterk is ondergewaardeerd deze tegen een lagere prijs te kopen dan voor alle andere gegadigden mogelijk zou zijn. De enige bron van waarde bij dit argument is de timing van de uitkoop en de verkoop van de onderneming.

In tegenstelling tot de beide voorgaande argumenten voorspelt het waardecreatie-argument op alle factoren een positief effect. Uit het onderzoek blijken cash flow als % van de verkopen en als % van de activa alsmede de ratio verkopen / debiteuren de MBO te voorspellen. Een nog, althans statistisch gezien, betere voorspeller vormt de aanwezigheid van externe overnamebiedingen. De current ratio, de verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen en de rentedekking daarentegen zijn volgens het onderzoek geen goede indicatoren voor het ontstaan van een MBO.

Interessant, doch niet een onverwachte vondst van het onderzoek is dat de vertegenwoordiging in de Raad van Commissarissen na MBO verschuift in het voordeel van de institutionele beleggers en van de managers/eigenaren. Dit ten koste van vooraanstaande burgers, bankiers en advocaten.

4.8 Samenvatting onderzoeksresultaten

Uit de onderzoeken van paragraaf 4.5 tot en met 4.7 zijn twee groepen redenen voor prestatieverbetering onderzocht, namelijk *interventiegerichte* en *niet-interventiegerichte* redenen. De eerstgenoemde acht de prestatieverbetering afhankelijk van de acties die het management onderneemt. De tweede groep sluit waardecreatie door interventies van het management uit. Kaplan en Singh tonen in hun onderzoek aan dat uitsluiting van waardecreatie door interventies van het uitkopend management niet kan worden volgehouden. In onderstaande tabellen 4.4 en 4.5 vatten wij de resultaten van de empirische onderzoeken van de drie auteurs samen.

De drie onderzoeken vullen elkaar ons inziens goed aan, omdat de redenen voor een MBO direct verband kunnen houden met de verwachting er op vooruit te zullen gaan. Deze verwachtingen zijn op hun beurt input voor de te hanteren (ondernemings)plannen. Per hypothese vermelden we of de desbetreffende auteur de hypothese op grond van zijn onderzoeksresultaten steunt (een +) of verwerpt (een -).

Wij moeten bij de interpretatie van onderstaande tabellen rekening houden met het feit dat Kieschnick hypothesen over het *ontstaan* van MBO als transactie toetst, terwijl de overige auteurs expliciet hypothesen toetsen voor de na de MBO optredende economische *prestatieverbetering*. Hypothesen 1, 2 en 4 illustreren ons inziens treffend waarom de onderzoeken van Kieschnick, Kaplan en Singh in elkaars verlengde liggen en elkaars

uitkomsten versterken. Een verschil tussen liquidatiewaarde en de 'going concern' waarde leidt tot onderhandelingen over een MBO-transactie: de arbitrage. Het is niet aannemelijk dat het uitkopende management hieraan begint zonder haalbare plannen van herstructurering van de investeringsprojecten, aangepaste beloningen en efficiëntie-maatregelen: herstructureren activa verbeterde control. Kieschnick vond empirisch bewijs voor het ontstaan van MBO's in de arbitrage-mogelijkheid, Kaplan en Singh voor de hiermee nauw samenhangende waardecreatie door het management.

Afwijzend is het oordeel van Kieschnick en Kaplan over de houdbaarheid van de hypothese dat de waardecreatie voor de nieuwe aandeelhouders plaatsvindt op grond van reorganisatie (verlaging van lonen), afslanking (minder personeel) en het hogere risicoprofiel na de MBO voor de vreemd vermogensverschaffers, waar tegenover geen extra vergoeding staat (zie tabel 4.4 hypothese 6).

Hypothesen	reden ontstaan		waardecreatie	
	Kieschnick	Kaplan	Singh	
1. verlaging agency-kosten of nieuwe motivatieprikkels		+		
2. arbitrage argument	+			
3. uitkeren van vrije kasstroom aan nieuwe aandeelhouders	-	+		
4. herstructureren van de activa / betere bedrijfsvoering	+	+		+
5. herwaardering vaste activa		-		
6. waarde transfer van de vreemd vermogensverschaffers en het personeel naar nieuwe aandeelhouders	-	-		
7. inadequate managementbeloning	-		zie hyp.1	

Tabel 4.4: Ontstaansredenen voor MBO en waardecreatie door interventies

Er zijn ook verschillen tussen hen te bespeuren, zoals naar voren komt bij de hypothesen 3 en 5. Voor het tot stand komen van een MBO-transactie zijn hogere vrije kasstromen dan andere niet MBO-bedrijven volgens Kieschnick geen voorwaarde. Als verklaring voor de economische prestatieverbetering van de onderneming voor de aandeelhouders, spelen de vrije kasstromen die aan de nieuwe aandeelhouders worden uitgekeerd na de MBO kennelijk wel een grote rol, zoals Kaplan aantoont.

Hetzelfde geldt voor de hypothese over de inadequate managementbeloning. Kieschnick wijst de hypothese als ontstaansreden af op grond van tegenvallende groei van de omzet bij de kandidaat MBO-onderneming. Waarom zou het uitkopend management zich voor zijn beloning meer afhankelijk maken van de niet al te florissante resultaten van de onderneming? Net als bij de hypothese over de vrije kasstroom die aan de nieuwe aandeelhouders (inclusief het zittende management) wordt uitgekeerd, vindt Kaplan wel empirisch steun voor de betere beloning van het uitkopend management als verklaring voor de betere cash flow cijfers (gemeten voor belasting, rente en afschrijving) van de onderneming na een MBO. De nieuwe combinatie van motivatieprikkels te weten hogere

schulden, meer bij het bedrijf betrokken nieuwe aandeelhouders en een substantieel aandeel in het eigen vermogen door het uitkopende management, verbeteren de efficiëntie en verlagen de agency-kosten.

In hoofdstuk 9 zullen wij specifiek ingaan op de verlaging van de agency-kosten die optreedt als gevolg van de na de MBO gewijzigde relatie tussen management en personeel. Beide zijn, zoals daar zal worden betoogd, namelijk meer dan voorheen betrokken bij de economische prestaties van de uitgekochte onderneming. Hier volstaan wij met de vermelding dat de agency-kosten verbonden aan de relatie tussen financier en uitkopend management na MBO lager zullen worden. De motivering hiervoor dient te worden gezocht in het feit dat het management zich persoonlijk vastlegt om de nieuw aangegane financiële verplichtingen na te komen en daardoor meer in overeenstemming met de afspraken met de financier opereert.

Uit onderstaande tabel 4.5 trekken wij de conclusie dat noch verklaringen over het ontstaan van MBO, noch over betere economische prestaties los van interventies door het management, empirische steun vinden in de onderzoeken van de auteurs.

	<u>reden ontstaan</u>	<u>waardecreatie</u>	
Hypothesen	Kieschnick	Kaplan	Singh
1. informatievoorsprong management ¹⁵		-	-
2. management koopt uit zelfbescherming	-		
3. besparing transactiekosten	-		
4. belastingvoordelen	-	-	-
5. inadequate 'leverage'	-		

Tabel 4.5: Ontstaansredenen voor MBO en waardecreatie onafhankelijk van interventies

¹⁵ Kieschnick toetst de superieure informatievoorsprong bij het management niet, doch volstaat met de constatering dat in geval er arbitragemogelijkheid ontstaat, partijen met of zonder het zittende management er zonder meer gebruik van zullen maken.

5 Financiële ratio's van Nederlandse MBO's en branchegemiddelden

5.1 Inleiding

Ter beantwoording van het tweede gedeelte van de probleemstelling, namelijk of de economische prestaties van de MBO's beter zijn dan de branchegemiddelden, hebben wij vier groepen financiële ratio's van MBO's over een termijn van 7 jaar met de bijbehorende branches vergeleken. Zie de toetsingstabel in de bijlage behorende bij dit hoofdstuk.

In totaal maken 73 MBO's deel uit van het onderzoek naar de vraag hoe de economische prestaties van MBO's gemeten aan de hand van financiële ratio's zich verhouden tot de branchegemiddelden. Dit is circa 35% van het totale aantal MBO's dat gedurende 1980-1989 door concerns is gedesinvesteerd. Wij achten de omvang voldoende groot om de resultaten van het onderzoek te mogen veralgemeniseren.

In 5.2 bespreken we hoe het onderzoek is opgezet en in 5.3 wat de respons respectievelijk non respons is geweest. Welke ratio's zijn geselecteerd voor meting van de rentabiliteit, de liquiditeit, de solvabiliteit en activiteiten, bespreken wij in 5.4. Daar geven wij ook aan hoe de tekentoets op de gegevens is toegepast.

Vervolgens presenteren wij de resultaten in 5.5. De tekentoets verwerpt de nul-hypothese dat de MBO's op basis van de berekende financiële ratio's dezelfde economische prestaties vertonen als de branchegemiddelden. De alternatieve hypothese luidt dat de MBO scores op de financiële ratio's ongelijk zijn aan die van de branche. Per ratio krijgen wij daardoor inzicht in de mate waarin de geconstateerde verschillen tussen de MBO's en de branchegemiddelden per jaar statistisch significant zijn. Door middel van een tweezijdige toetsing is vastgesteld of de score op de ratio's door de MBO's in positieve respectievelijk in negatieve zin statistisch afwijkt van de branche. Uit het onderzoek blijkt dat de groep grote MBO's significant vaker hogere rentabiliteit respectievelijk op het eigen en het totale vermogen vertoont dan de branche en tevens in vergelijking hiermee een betere cashflowratio realiseert. Voor de groep kleine MBO's kunnen geen voor verscheidene jaren geldende reeksen significant positieve verschillen ten opzichte van de branchegemiddelden worden geconstateerd. Toch doen deze ondernemingen het beslist niet slechter.

We gaan niet in op de voor de hand liggende vraag hoeveel beter, respectievelijk hoeveel slechter de MBO's ten opzichte van de branche presteren omdat dit niet strikt nodig is voor de beantwoording van het tweede deel van de probleemstelling.

Aangezien wij voor dit deel van het empirisch onderzoek gebruik maken van gegevens uit de jaarrekening, besteden wij in 5.6 door middel van een gevoeligheidsanalyse aandacht aan de mogelijke invloed van stelselwijziging op de resultaten van de MBO's na belasting. In 5.7 presenteren wij de voornaamste conclusies.

5.2 Onderzoeksgegevens

Op basis van via de financiële pers publiekelijk bekend gemaakte MBO's gedurende de periode 1980-1989 is een populatie van 207 MBO's samengesteld. Gemeenschappelijk kenmerk van deze bedrijven is de wijze waarop zij zijn ontstaan, namelijk door desinvestering uit Nederlandse concerns. Van deze verzelfstandigde bedrijven is een steekproef genomen. Als criteria voor selectie gold in de eerste plaats dat de bedrijven moesten voorkomen in databestand van Graydon Nederland BV¹⁶ en ten tweede dat zij tenminste over twee of meer opeenvolgende jaren, te rekenen vanaf het jaar waarin de MBO plaatsvond (in tabel 5.2 en 5.3 aangegeven met jaar 0), gegevens uit de jaarrekening konden verschaffen. Voor de structuur van de gegevens uit de balans en de verlies en winstrekening raadplege men de bijlage. Dit houdt in dat voor de MBO's uit de steekproef een wisselende periode (minimaal 2 of meer jaren) is gehanteerd voor de vergelijking met de branchegemiddelden. Voor groepen van steeds wisselende samenstelling zijn op basis van respectievelijk twee, drie, vier of meer opeenvolgende jaarrekeningen ratiovergelijkingen gemaakt met de branchegemiddelden. De totale periode waarover voor in totaal 73 MBO's een vergelijking met de branche is gemaakt, bedraagt zeven jaar en is als volgt ingedeeld: 22 bedrijven zijn over een aaneengesloten periode van twee jaar na de MBO met de branche vergeleken; 21 bedrijven over drie jaar en 30 bedrijven over een periode van vier jaar of meer. De waarnemingsperioden overlappen elkaar zodat steeds wisselende samenstellingen van MBO's in het onderzoek zijn betrokken. De verdeling van de MBO's naar jaar waarin de transactie plaatsvond over de periode 1980-1989 ziet er als volgt uit:

<u>1980</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	
3	6	8	8	11	13	16	3	4	1	n=73
33	46	42	44	55	39	44	11	15	3	% n=207

Op basis van in Het Financieele Dagblad verschenen berichten kon van 36 MBO's worden vastgesteld dat zij voortkomen uit concerns die een zogenaamde strategische heroriëntatie uitvoerden. Zij behoren tot de offensieve categorie. In 28 van de gevallen blijkt de MBO gebaseerd op defensieve overwegingen. Het moederbedrijf stoot in dat geval voornamelijk vanwege financiële problemen de dochter af. In 9 gevallen konden wij de reden niet achterhalen.

De MBO's zijn verspreid over de volgende 22 branches en kunnen vanwege hun beperkt aantal producten gemakkelijk in de bestaande standaardbedrijfsindeling worden ingedeeld:

¹⁶ Graydon Nederland BV verzorgt bedrijfsinformatie over bedrijven die in Nederland deelnemen aan het kredietcircuit en geregistreerd zijn bij de Kamer van Koophandel. Het aantal Nederlandse bedrijven bedraagt circa 236.000. Gelet op dit grote aantal is de kans klein dat er een MBO op voorhand van het onderzoek is buitengesloten.

land en tuinbouw	1x	exploitatie van en handel in o.g.	3x
bouwmaterialen	1x	voedings- en genotmiddelen	4x
instrumenten- en optische ind	1x	rubber en kunststoffen	4x
detailhandel	1x	machine-industrie	4x
reparatiebedrijven	1x	zakelijke dienstverlening	5x
wegvervoer	1x	metaalproductenindustrie	5x
bankwezen	1x	grafische industrie	5x
transportmiddelen industrie	2x	papier en papierwarenindustrie	5x
bouwinstallatiebedrijven	2x	electrotechnische industrie	7x
hout en meubelindustrie	2x	groothandel	8x
verzekeringswezen	2x	bouwnijverheid	8x

Tabel 5.1: De onderzochte MBO's per branche (Sic' 74)

5.3 De respons en de non respons

Uit de hierboven aangeduide populatie MBO's tot en met 1989 (n=207 MBO's) zijn op basis van de genoemde selectiecriteria in eerste instantie 72 MBO's geselecteerd. Hiervan bleken achteraf 11 onbruikbaar omdat de desbetreffende jaarrekeningen betrekking hadden op de periode voor de MBO-transactie. De overblijvende 61 MBO's zijn aangevuld met 12 overwegend grote MBO's die wel in de databank van Graydon Nederland BV voorkwamen, maar waarvan de jaarrekeningen niet aanwezig waren. Het doel hiervan was een gelijkmatige verdeling aan te brengen in de onderzoekspopulatie tussen kleine (n=37) en grote (n=36) bedrijven. Het totaal aantal onderzochte MBO's kwam daardoor op 73 en mag gerekend naar personeelsomvang representatief voor de totale populatie MBO's worden beschouwd (de berekende chi-kwadraat = 1.83; zie Siegel 1956, p. 42-47)

Conform de verplichting volgens titel 8 BW 2 voor het deponeren van jaarstukken worden tot kleine bedrijven gerekend ondernemingen waarvoor minimaal twee van de drie volgende voorwaarden gelden: de waarde van de activa $\leq f$ 4 mln, de netto-omzet $\leq f$ 8 mln en het bedrijf heeft minder dan 50 personeelsleden. Tot de categorie grote bedrijven worden gerekend bedrijven met een waarde van de activa $> f$ 17 mln, een netto-omzet $> f$ 35 mln en \geq 250 personeelsleden. Voor de groep middelgrote ondernemingen, die wij in het onderzoek samen nemen met de groep grote, geldt dat tenminste aan twee van de drie volgende criteria moet zijn voldaan, namelijk de waarde van de activa $\leq f$ 17 mln, de netto-omzet $\leq f$ 35 mln en een gemiddeld werknemersbestand $<$ 250.

De keuze voor de groep kleine MBO's heeft als consequentie dat voor deze groep vaak niet alle 16 financiële ratio's berekend kunnen worden. Dit is een gevolg van de beperkte publikatieplicht voor kleine bv's. Voor deze groep zijn echter wel de voornaamste liquiditeit-, solvabiliteit- en rentabiliteitsratio's beschikbaar. Soms worden op vrijwillige

basis toch alle voor het onderzoek benodigde verstrekt.

Na de verplichte accountantscontrole deponeren de grote bedrijven het jaarverslag, een volledige balans en verlies- en winstrekening met toelichting. Hieruit kunnen vrijwel alle hieronder genoemde 16 ratio's worden afgeleid.

De non-respons bestaat uit 135 MBO's (207 minus 72). Deze is als volgt samengesteld: van 60 MBO's bevatte het databestand van Graydon Nederland BV geen jaarrekening, hoewel zij in het databestand onder het Kamer van Koophandelnummer voorkwamen. Van 10 MBO's is slechts 1 jaarrekening aanwezig of alleen de geconsolideerde gegevens, waardoor deze groep afvalt voor het ratio-onderzoek. Twee bedrijven vallen af omdat de jaarrekeningen niet opeenvolgend zijn; 51 bedrijven blijken onder de opgegeven naam niet in het systeem van Graydon Nederland voor te komen. Twaalf bedrijven (circa 6%) zijn gedurende het tijdvak 1980-1989 failliet gegaan. De faillissementen onder MBO's zijn als volgt over de onderzoeksperiode 1980-1989 verdeeld:

'80	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88	'89
2	0	1	2	2	2	1	0	1	0

Door deze groep MBO's, die qua economische prestaties duidelijk onder het branchegemiddelde presteren, buiten het onderzoek te houden, ontstaat ons inziens geen ander beeld omdat het aantal op jaarbasis zeer gering is en gelijkmatig over de jaren verspreid.

5.4 De financiële ratio's

Ten behoeve van een retrospectieve vergelijking tussen de economische prestaties van MBO's en de branchegemiddelden is gekozen voor onderstaande ratio's of verhoudingsgetallen. Indien het toekomstig reilen en zeilen van de MBO voorop had gestaan, was informatie met een prospectief karakter voorwaarde voor een vergelijkend onderzoek geweest. De ratio's stellen ons in staat een beeld te vormen van de positie waarin het bedrijf zich ten opzichte van de branchegemiddelden bevindt. Een andere reden om een serie momentopnames met betrekking tot ratio's van MBO's achteraf te vergelijken met die van de branchegemiddelden, wordt ingegeven door het feit dat automatisch voor de verschillen in branche-invloeden is gecorrigeerd. Daarbij zijn we ons bewust van het schattingskarakter van de ratio's, maar ook van het feit dat de basis van de kengetallen vanwege verschillen in winst- en vermogensbepalingsmethoden per bedrijf niet eenduidig gedefinieerd is. Daarnaast kunnen stelselwijziging en de wijze waarop de goodwill in de jaarrekening van de MBO's is verwerkt de uitkomsten van dit onderzoek beïnvloeden. Van deze drie invloeden achten wij stelselwijziging (Hoogendoorn 1990, p.8) het meest van invloed op de resultaten van dit onderzoek, omdat die doelbewust in

winsthogende c.q. winstverlagende zin kan worden gebruikt en daardoor de conclusies wezenlijk kunnen aantasten. Aan de hand van een gevoeligheidsanalyse gaan wij in paragraaf 5.6 na of onze bevindingen onderhevig zijn aan de invloed van stelselwijziging. Wij zien af van gevoeligheidsanalyses voor de waarderingmethoden en de verwerking van de goodwill in de jaarrekening omdat deze factoren de economische resultaten van MBO's niet wezenlijk meer of minder beïnvloeden dan die van niet-MBO's.

De term *branchegemiddelde* heeft enige toelichting. Voor de maatstaf van ligging van dit gemiddelde is namelijk geen rekenkundig gemiddelde bepaald. Bij de berekening is een getalwaarde gezocht waarbij 50% van de uitkomsten eronder en 50% erboven ligt. Het is de middelste waarneming, ofwel de *mediaan* van een op volgorde gerangschikte groep gegevens. Daarmee wordt voorkomen dat uitschieters onder de gegevens de uitkomst beïnvloeden. Bijvoorbeeld dat extreem goede of slechte economische prestaties van enkele grote bedrijven het branchegemiddelde naar een fors hoger of lager niveau brengen, terwijl het merendeel van de bedrijven uit de branche onder of boven dit branchegemiddelde presteert.

Het voordeel is dus dat wij aan de hand van de ratio's over meerdere jaren kunnen nagaan of de MBO betere, slechtere of dezelfde economische prestaties levert, vergeleken met tenminste 50% van de bedrijven in de branche.

De branchegedaten die wij in het onderzoek gebruiken, worden door Graydon vier keer per jaar berekend aan de hand van de binnenkomende jaarverslagen. Door rekening te houden met het gespreid ter beschikking komen van de jaarverslaggegevens wordt getracht zo betrouwbaar mogelijke branchecijfers op te stellen.

Met betrekking tot de liquiditeit, de solvabiliteit, de rentabiliteit en de activiteit selecteren we de volgende ratio's en voeren daarvoor berekeningen uit voor 73 bedrijven en de bedrijfstakken waarin de beschouwde MBO's hun activiteiten uitoefenen. Zie tabel 5.2. De hieronder genoemde afkortingen per ratio corresponderen met die uit de tabellen 5.3 en 5.4. Er achter staat vermeld hoe deze is berekend. Als criteria voor de mate van gezondheid c.q. meetpunten voor de economische prestaties hebben wij voor de financiële ratio's gekozen. Deze maatstaven voor de beoordeling van de financiële conditie van de onderneming zijn algemeen geaccepteerd door financiers, managers, personeel en overheidinstellingen (Foster 1986, p.2). Door de vergelijking van de ratio's van de branche en de MBO's zijn wij in staat na te gaan of er sprake is van een trendmatige ontwikkeling in de economische prestaties van MBO's ten opzichte van de branchegemiddelden. Op grond hiervan doen we een uitspraak over het management van MBO-ondernemingen (Gibson en Frishkoff 1983, p.99).

Met behulp van de berekende ratio's is een datamatrix samengesteld, aangevuld met andere kenmerken van de MBO's. Deze kenmerken hebben achtereenvolgens betrekking op de branche-indeling conform CBS Standaardbedrijfsindeling 1974, de grootte van de MBO (zie criteria Kamer van Koophandel paragraaf 5.3), het defensieve of offensieve

karakter van de MBO, het jaar waarin de transactie plaatsvond, de jaren waarvan de jaarrekeninggegevens beschikbaar zijn en tenslotte de jaren waarover de branchegemiddelden berekend zijn. Voor een uiteenzetting over defensieve en offensieve MBO's wordt verwezen naar hoofdstuk 2.

CUR	= current ratio (vlottende activa : vlottende passiva);
QR	= quick ratio ((liquide middelen + kortlopende vorderingen) : vlottende passiva)
WK1	= werkkapitaalquote 1 ((vlottende activa - vlottende passiva) : balanstotaal x 100%) ¹⁷
WK2	= werkkapitaalquote 2 ((vlottende activa - vlottende passiva) : netto-omzet ¹⁸ x 100%) ¹⁹
SOL	= solvabiliteit (eigen vermogen: balanstotaal x 100%)
RIS	= risicoverhouding (eigen vermogen : vaste activa x 100%)
CFR	= cashflow ratio (cashflow : lang en kort vreemd vermogen)
RNTD	= rentedekking (bedrijfsresultaat : rentelasten)
RTV	= rentabiliteit totale vermogen (bedrijfsresultaat : balanstotaal x 100%)
REV	= rentabiliteit eigen vermogen (nettoresultaat : eigen vermogen x 100%)
BWM	= bruto-winstmarge (bedrijfsresultaat : netto-omzet x 100%)
NWM	= netto-winstmarge (nettoresultaat : netto-omzet x 100%)
OMTV	= omloopsnelheid totale vermogen (netto-omzet : balanstotaal)
OMEV	= omloopsnelheid eigen vermogen (netto-omzet : eigen vermogen)
OMDEB	= omloopsnelheid debiteuren (netto-omzet : debiteuren)
OMVOOR	= omloopsnelheid voorraden (netto-omzet : voorraden)

Tabel 5.2: De geselecteerde financiële ratio's

In tabel 5.3 presenteren wij de resultaten van een vergelijking tussen alle 73 MBO's die betrokken zijn in het onderzoek en de branchegemiddelden door middel van een tekentoets. Dit houdt in dat nagegaan is hoe vaak de waarneming voor de MBO afwijkt van de waarneming voor de branche in positieve dan wel in negatieve zin. Als het ware zijn steeds turfstaatjes voor een periode van zeven jaren na de MBO samengesteld. Hiermee kan snel inzicht worden verkregen wie er beter scoort op de financiële ratio's, de branches of de MBO's.

In tabel 5.4 is een onderscheid tussen kleine en grote MBO's aangebracht. Aanleiding vormt de score op de liquiditeitsratio's uit tabel 5.3. Uit deze tabel blijkt namelijk dat voor

¹⁷ Het gaat hier om netto werkkapitaal.

¹⁸ Gedefinieerd conform art.377, lid 6, BoekII BW, titel 9, als de opbrengst uit levering van goederen en / of diensten uit het bedrijf van de rechtspersoon, onder aftrek van korting e.d. en van over de omzet geheven belastingen.

¹⁹ Deze ratio geeft aan of een bedrijf aan de maandelijkse verplichting tot terugbetaling voldoet. De economische norm is circa 8% per maand.

alle MBO's samen geen of nauwelijks verschillen met de branche optreden. Om te verifiëren of dit ook zo is indien de branchevergelijking gescheiden voor kleine respectievelijk grote MBO's plaatsvindt, is ook hiervoor een tekentoets uitgevoerd. Doet de MBO het slechter op één van de ratio's dan de branche dan is dat in de tabel 5.3 en 5.4 aangegeven met een negatief teken (-). In geval de MBO beter scoort is het teken positief (+). Verder geven we in tabel 5.3 en 5.4 aan waar de uitkomsten van de tekentoetsen statistisch wel en niet significant zijn. Wij gebruiken daarvoor onderstaande indeling:

- NS : niet significant ;
- X : enigszins significant ($.05 < p\text{-waarde} \leq .10$);
- S : significant ($.01 < p\text{-waarde} \leq .05$);
- SS : sterk significant ($.001 < p\text{-waarde} \leq .01$);
- SSS : uiterst significant ($.001 < p\text{-waarde}$);
- . : aantal waarnemingen ≤ 4 (situaties die vooral bij de kleine MBO's voorkomen en nooit tot significantie leiden; zie de puntnotatie in tabel 5.4 en de daarmee corresponderende aantallen in bijlage behorend bij hoofdstuk 5).

Bij de bespreking van de tabellen 5.3 en 5.4 gaan we na of de uitkomsten van de tekentoets de nul-hypothese bevestigen of verwerpen. De nul-hypothese luidt: dat de MBO's op basis van de berekende financiële ratio's *dezelfde* economische prestaties vertonen dan de branchegemiddelden.

De Fisher Exact Probability Test (Siegel, p.96) berekent hoe groot de kans (p-waarde) is dat de gevonden uitkomst van de financiële ratio-vergelijking tussen MBO en de branchegemiddelden in de praktijk zich herhaalt. Bijvoorbeeld, een p-waarde van .01 impliceert dat er bij 100 herhaalde steekproeven slechts één steekproef de nul-hypothese van gelijke proporties zal bevestigen. De p-waarde gebruiken wij om de nul-hypothese te kunnen verwerpen. Verwerping van de nul-hypothese interpreteren wij als een bewijs dat de MBO's betere economische prestaties leveren dan het gemiddelde uit de branche waartoe de MBO-onderneming behoort. Voor de toetsingstabel wordt de lezer verwezen naar bijlage hoofdstuk 5.

5.5 Resultaten

Tabel 5.3 laat zien dat de liquiditeitsratio's van alle MBO's samen statistisch niet significant vaak beter of slechter zijn vergeleken met die van de branche. Splitsen we de groep zoals wij in tabel 5.4 doen, in kleine en grote MBO's, dan blijkt de groep grote MBO's gedurende de eerste twee jaar na de uitkoop een betere *current ratio* te bezitten dan de branche. De groep kleine MBO's daarentegen juist een slechtere. De current ratio van de grote MBO's is aanvankelijk hoger maar duikt in het vierde jaar onder het branchegemiddelde. De ratio geeft aan in hoeverre het bedrijf in de zeer nabije toekomst in staat is met zijn vlottende middelen de schulden op korte termijn te voldoen. Uitgaande

van de verwachting dat de MBO met relatief meer kort vreemd vermogen is gefinancierd dan voorheen, zouden we juist mogen verwachten dat de MBO's een lagere current ratio vertonen dan de branche. Voor de grote MBO's geldt dit niet, voor de kleine wel. Wellicht speelt hierbij een rol dat grote MBO's gemakkelijker kunnen komen aan eigen en vreemd vermogen op lange termijn.

De *quick ratio* van grote MBO's is in het eerste jaar na de MBO hoger, terwijl die van de kleinere juist slechter is dan de branche. Met andere woorden, indien zoals bij de bepaling van deze ratio het geval is, de invloed van voorraden en dus van het gekozen waarderingsstelsel op de liquiditeit buiten beschouwing wordt gelaten, dan ontstaat het zelfde beeld als hierboven bij de current ratio. Echter de verschillen met die van de bedrijfstakgemiddelden zijn eerder afgevlakt.

De *werkkapitaalquote* (1), een andere maatstaf voor de liquiditeit geeft het percentage netto werkkapitaal aan dat beschikbaar is voor de financiering van de vlottende activa. Indien MBO's met relatief veel vreemd vermogen op lange en korte termijn zijn gefinancierd, mag vanuit oogpunt van liquiditeits- en werkkapitaalplanning verwacht worden dat deze zich op dit punt juist in positieve zin onderscheiden van de branche door een lager werkkapitaal. Immers rentebeslag is een kostenpost die zoveel mogelijk moet worden beperkt om de rentabiliteit op peil te houden. Het beeld dat de onderzoeksresultaten ten opzichte van werkkapitaal oproepen komt niet overeen met de hierboven geformuleerde verwachting dat de grote MBO's hun werkkapitaal laag houden, tenminste lager dan het variabele ijkpunt de branche. Ook de resultaten bij de kleine MBO's stroken niet met deze verwachting. Maar één keer zien zij kans om het werkkapitaalpeil beneden dat van het branchegemiddelde te houden. Blijkbaar zijn de Nederlandse divisionele MBO's met relatief minder vreemd vermogen gefinancierd als de Amerikaanse L(M)BO's?

De liquiditeitspositie van de kleine MBO's is vergeleken met die van de branche de eerste drie jaar duidelijk vaker negatief en slechter dan die van de categorie grote. Na het vierde jaar na de MBO zijn geen significante verschillen meer te bespeuren tussen de liquiditeitsratio's van MBO's en die van de branche.

De *werkkapitaalquote* (2) vertoont geen verschil met de branche.

De ontwikkeling van de *solvabiliteit* bij de MBO's is in overeenstemming met wat wij verwachten. Deze verslechtert vanaf het moment van de transactie (jaar 0 in de tabellen 5.3 en 5.4) vanwege de toename van de component vreemd vermogen in de financiering van de onderneming. Na twee à drie jaar is de slechtere solvabiliteit door zowel de grote als de kleine MBO's ten opzichte van het branchegemiddelde al weer ingelopen. De relatief korte periode die de verzelfstandigde bedrijven daarvoor nodig hebben, kan wijzen op een niet al te drastisch veranderde verhouding tussen vreemd en eigen vermogen bij de financiering van de uitkoop. Na een jaar is de slechtere solvabiliteit bij de grote MBO's

weggewerkt, terwijl de groep kleine MBO's een jaar langer bezig is de verhouding vreemd versus eigen vermogen op orde te brengen.

Ook de ontwikkeling van de *risicoverhouding*, dit is het eigen vermogen gerelateerd aan de vaste activa, wijst erop dat de mate waarin vreemd vermogen in de financiering van de Nederlandse MBO's is gebruikt niet drastisch is veranderd ten opzichte van het branchegemiddelde. Hoewel die over de hele periode van het onderzoek eigenlijk hetzelfde is als die van de branche, torent het kengetal voor de grote MBO's in het tweede jaar nadat de transactie plaats vond boven dat van de branche uit. Als dit geheel te wijten zou zijn aan bijvoorbeeld afwaardering van vaste activa, dan ligt het voor de hand dat dit vanaf het begin zichtbaar was geweest. Eerder denken wij dat de MBO's de winsten hebben toegevoegd aan het eigen vermogen om daardoor de solvabiliteit weer op te vijzelen.

Dit leiden we af uit de ontwikkeling van de *cashflow ratio*. Deze ontwikkelt zich bij de grote MBO's gedurende de gehele onderzoeksperiode van 6 à 7 jaar beter dan het bedrijfstakgemiddelde. Hoewel het vreemd vermogen is toegenomen, moet de stijging van de winst en de afschrijving relatief nog sterker zijn geweest. Voor de categorie kleine MBO's kunnen we geen statistisch verschil aantonen met de branche. Abstraherend van de vrijwel zeker aanwezige auto-correlatie tussen de jaren, blijkt evenwel toch van de 23 waarnemingen verspreid over 7 jaar blijkt de cashflow in 20 gevallen beter dan het branchegemiddelde. Hoewel statistisch niet getoetst, biedt dit wel een aanknopingspunt voor verder onderzoek.

De *rentedekking* bij de grote MBO's, dit is het bedrijfsresultaat gerelateerd aan de rentelasten, ondergaat ten opzichte van de branche na twee jaar significant verbetering vergeleken bij het branchegemiddelde. Dit duidt, althans bij de grote MBO's, op betere bedrijfsresultaten dan de branche. Hetgeen in overeenstemming is met de structurele verbetering bij de grote MBO's van de cashflow op langere termijn en dus van het bedrijfsresultaat uit gewone bedrijfsuitoefening.

Onze belangrijkste conclusie is dat de ontwikkeling van de cashflow ratio de hypothese bevestigt dat grote MBO's het beter doen qua economische prestaties dan de branchegemiddelden. Voor de kleine moeten wij een slag om de arm houden. De bij hen vaak slechtere liquiditeit dan de branche levert twee jaar na de MBO geen slechtere solvabiliteit respectievelijk risicoverhouding dan de branche op. Er zijn aanwijzingen dat de cashflow ook voor deze groep eerder positief dan negatief ten op zichte van de branche ontwikkelt.

Betrekken we de ratio's voor de rentabiliteit in onze beschouwing dan wordt duidelijk dat alle relevante 'stakeholders' van de verzelfstandigde onderneming van de verbeterde economische prestaties profiteren. De *rentabiliteit van het totale vermogen* (RTV) is voor alle grote MBO's, te rekenen vanaf een jaar na de transactie, significant frequent hoger

dan het branchegemiddelde. Voor de categorie kleine MBO's geldt alleen voor het jaar na de transactie een significant frequent hogere RTV. Voor de jaren erna kunnen we voor deze categorie geen statistisch verschil aantonen met de branche. Abstraherend van de vrijwel zeker aanwezige auto-correlatie tussen de jaren, blijkt evenwel toch in 65% van de 52 gevallen verspreid over zeven jaar een hoger resultaat dan het branchegemiddelde. Bovendien doen de kleine MBO's het niet slechter dan de branchegemiddelden.

De *rentabiliteit van het eigen vermogen* (REV) is eveneens voor alle grote MBO's gedurende 6 achtereenvolgende jaren significant vaker beter dan het branchegemiddelde. Na zes jaar volgt een afzwakking. Voor de kleine MBO's kunnen wij geen statistisch verschil aantonen. Abstraherend van de vrijwel zekere aanwezigheid van auto-correlatie tussen de jaren, blijkt voor 79% van de 58 waarnemingen verspreid over zeven jaar een hogere REV dan de branche. Alleen in het vierde jaar na de MBO is er sprake van significant hogere score dan de branche.

Zou het rendement op het eigen vermogen verhoogd worden door de omvang van het eigen vermogen te verlagen? In het begin constateren wij bij de MBO's in het algemeen een relatief lagere component eigen vermogen vergeleken bij het branchegemiddelde. Betrekken wij bij de beantwoording van bovenstaane vraag de in tabel 5.3 en 5.4 gepresenteerde onderzoeksresultaten met betrekking tot de hogere cashflow ratio en betere rentedekking, dan concluderen wij dat de structureel betere REV van grotere MBO's ten opzichte van de branche niet verklaard kan worden door een sterke verlaging van het eigen vermogen. Immers een blijvend laag eigen vermogen tast de solvabiliteit blijvend aan die juist volgens onze bevindingen na drie jaar bij de MBO's op het niveau van de branche is gebracht. Ook uit de vergelijking van risicoverhouding tussen de MBO's en de branchegemiddelden leiden wij af dat de structureel frequent hogere rentabiliteit op het eigen vermogen bij MBO's niet alleen bepaald is door een verlaging van de eigen vermogencomponent. De andere factor, die een hogere REV voor de MBO's veroorzaakt, is het nettoresultaat. Aangezien de REV structureel hoger blijft, ook na vergroting van de component eigen vermogen, is de enige conclusie dat er een zeer positieve ontwikkeling is geweest van het nettoresultaat. Dit is te danken aan een grotere kasstroom (winst plus afschrijving) en een betere winstmarge.

Ook uit de positieve ontwikkeling van de cashflow ratio en de rentedekking bij MBO's leiden wij af dat de ontwikkeling van het nettoresultaat zeer voorspoedig is verlopen. Voor ons doel is het niet noodzakelijk aan te geven hoe voorspoedig, maar wel om aan te tonen dat er sprake is van een in verhouding tot het bedrijfstakgemiddelde zeer goede winstontwikkeling.

Verdere steun voor deze hoofdconclusie vinden wij in tabel 5.3 en 5.4 bij de ratio's *bruto winstmarge*, *netto winstmarge* en sommige activiteitenratio's zoals de *omloopsnelheid van het totale en eigen vermogen*. Indien de waarnemingen met betrekking tot de ontwikkeling van de bruto winstmarge van de kleine MBO's gevoegd worden bij die voor

de groep grote MBO's dan is er zelfs sprake van een significant betere bruto winstmarge in het voor deel van de MBO's ten opzichte van de branche.

jaren na de mbo							
mbo-branche	0	1	2	3	4	5	6
CUR-CURB	NS	NS	NS	NS	-S	NS	NS
QR-QRB	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
WK1-WK1B	NS	+X	NS	NS	NS	NS	NS
WK2-WK2B	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
SOL-SOLB	-SSS	-SSS	-X	NS	NS	NS	NS
RIS-RISB	NS	NS	+S	NS	NS	NS	NS
CFR-CFRB	+SSS	+SSS	+SSS	+SS	+SSS	+SS	+X
RNTD-RNTDB	NS	NS	+S	+SS	NS	NS	NS
RTV-RTVB	+X	+SSS	+SSS	+SS	NS	+S	NS
REV-REVB	+SSS	+SSS	+SSS	+SSS	+SSS	+SS	+S
BWM-BWMB	NS	NS	+S	+S	NS	NS	NS
NWM-NWMB	NS	NS	NS	NS	+S	NS	NS
OMTV-OMTVB	NS	+SS	+SS	+S	NS	NS	NS
OMEV-OMEVB	+SS	+SSS	+SSS	+S	NS	NS	NS
OMDEB-OMDEBB	-SS	-SSS	-SS	-S	NS	NS	NS
OMVOOR-OMVOORB	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS

Tabel 5.3: Vergelijking financiële ratio's van MBO's met de branche

grote / kleine mbo's-branche		jaren na de mbo						
		0	1	2	3	4	5	6
CUR-CURB	g	ns	+x	+ss	ns	-s	ns	ns
	k	ns	ns	-s	-s	ns	ns	ns
QR-QRB	g	ns	+ss	ns	ns	ns	ns	ns
	k	ns	-x	-s	ns	ns	ns	ns
WK1-WK1B	g	ns	+ss	+ss	+x	ns	ns	ns
	k	ns	ns	ns	-s	ns	ns	ns
WK2-WK2B	g	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
	k	.	.	.	.	.	.	.
SOL-SOLB	g	-sss	-ss	ns	ns	ns	ns	ns
	k	ns	-s	-ss	ns	ns	ns	ns
RIS-RISB	g	ns	ns	+ss	ns	ns	ns	ns
	k	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
CFR-CFRB	g	+sss	+sss	+sss	+ss	+ss	+s	+x
	k	.	.	+x	.	.	.	.
RNTD-RNTDB	g	ns	ns	+s	+s	ns	ns	ns
	k	.	.	.	.	.	.	.
RTV-RTVB	g	ns	+ss	+ss	+s	ns	+ss	ns
	k	.	+s	ns	ns	ns	ns	ns
REV-REVB	g	+sss	+sss	+sss	+sss	+s	+s	ns
	k	.	ns	ns	ns	+s	ns	ns
BWM-BWMB	g	ns	ns	+x	+x	ns	ns	ns
	k	.	.	.	.	.	.	.
NWM-NWMB	g	ns	ns	ns	ns	+x	ns	ns
	k	.	.	.	.	.	.	.
OMTV-OMTVB	g	+x	+ss	+ss	+s	ns	ns	ns
	k	.	.	.	.	.	.	.
OMEV-OMEVB	g	+s	+sss	+ss	+s	ns	ns	ns
	k	.	.	.	.	.	.	.
OMDEB-OMDEBB	g	ns	-s	ns	-s	-s	-s	ns
	k	.	.	.	.	.	.	.
OMVOOR-OMVOORB	g	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
	k	.	.	.	.	.	.	.

Tabel 5.4: Vergelijking financiële ratio's van kleine en grote MBO's met de branche

Splitsen we de waarnemingen van de twee groepen MBO's dan verdwijnt het verband voor de kleine MBO's en zwakt deze sterk af voor de grote. Zie in tabel 5.4 de met een x gemarkeerde betere score van de categorie grote MBO's op de bruto winstmarge. We tekenen hierbij aan dat de bruto- en netto-winstmarges bij gunstige economische ontwikkeling niet veel hoger zijn dan die branche kunnen zijn omdat in deze ratio's de omzetstijging is verwerkt. Op dezelfde manier kan steun gevonden worden bij de ontwikkeling van de netto-winstmarge. Indien wij ook hier de waarnemingen van de kleine MBO's samennemen met die van de grote dan wordt het verschil met de branche significant, zij het pas in het vierde jaar na de MBO. Aangezien het slechts gaat om een beperkt aantal waarnemingen bij kleine bedrijven, waarvoor wij in staat waren de bruto- en netto-winstmarges te berekenen, kan niet gesteld worden dat ook bij hen in het algemeen sprake is van een positieve ontwikkeling ten opzichte van de branche. Vooral de omloopsnelheid van het totale en eigen vermogen steekt de eerste vier na de MBO bij de groten gunstig af vergeleken bij die van de branche. De verbeterde netto-omzetten gelden dus zeker voor de categorie grote MBO's. Jammer genoeg kunnen voor de kleine MBO's kunnen we hierover op grond van ons onderzoek geen uitspraak doen. Dit houdt in dat het vermogen bij de grote MBO's sneller de cyclus geld-goed/dienst-geld doorloopt. Het vermogen is produktiever. De ratio's geven aan op welke wijze het in de activa geïnvesteerde vermogen via de omzet weer in het bedrijf terugvloeit. Binnen de context van de onderzoeksresultaten voor de solvabiliteits- en rentabiliteitsratio's, concluderen wij dat de verbeterde omloopsnelheid-ratio's in het tweede en derde jaar vooral te danken zijn aan frequent hogere bedrijfsresultaten en netto-omzetten bij grote MBO's vergeleken bij die van de branche.

De ontwikkeling van de *omloopsnelheid van de debiteuren* bij de groep grote MBO's blijft significant vaak achter bij die van de branche. Dit houdt ons inziens verband met de verbeterde liquiditeit, gemeten aan de current ratio, want door de hogere omzetten zijn er meer vorderingen en hogere voorraden. De betere current en quick ratio alsmede de hogere werkkapitaalquote (1) zijn niet in tegenspraak met een lagere debiteuren-omloopsnelheid dan het gemiddelde van de branche, omdat debiteuren slechts een element uit de vlottende activa zijn. Daar wij geen inzicht hebben in de betalingstermijnen aan de crediteuren, kunnen we de lagere omloopsnelheid van de debiteuren uiteindelijk noch positief noch negatief beoordelen. De *omloopsnelheid van de voorraden* ontwikkelt zich vergelijkbaar met die van de branche.

Tenslotte hebben wij met behulp van de Kruskal-Wallis One-Way Toets (Siegel 1956, p.184) gekeken of de 28 offensieve en 36 defensieve MBO's onderling significante verschillen vertonen ten opzichte van de branche. Daartoe hebben wij de gemiddelde afstand berekend tussen de waarnemingen bij de MBO en de branche en de uitkomsten gerangordend naar grootte. Hoe hoger de rangorde hoe groter het verschil met de branche. Wij konden geen voor meer jaren achtereenvolgende statistisch significante afwijkingen waarnemen tussen offensieve en defensieve MBO's ten opzichte van de

branchegemiddelden.

Onze conclusie luidt dan ook dat het gesternte waaronder de MBO's ontstaan, strategische heroriëntatie bij het moederbedrijf respectievelijk financiële problemen bij het moeder en/of het dochterbedrijf, geen betekenis heeft voor de economische prestaties die na de MBO in vergelijking met de branchegemiddelden worden behaald. Kennelijk maken zowel de offensieve als de defensieve MBO's voordat zij op eigen benen komen schoon schip.

5.6 Stelselwijziging

Hoogendoorn (1990, p.6) definieert stelselwijziging als een wijziging in de grondslagen en regels bij het opstellen van een jaarrekening en die invloed heeft op de uiteindelijke verlies of winst. Hij trof bij één op de drie jaarrekening stelselwijzigingen aan. In 75 % van de gevallen ging het om een winstverhogende en in 25 % van de gevallen om een winstverlagende wijziging. Hierdoor bestond er voldoende aanleiding om via een gevoeligheidsanalyse de mogelijke invloed van stelselwijzigingen te verkennen op de resultaten na belasting van MBO's.

Van 15 grote MBO's zijn circa 60 jaarverslagen doorgenomen op stelselwijziging. In totaal werd 9 maal stelselwijziging aangetroffen. In twee gevallen kon de invloed op het resultaat na belasting niet worden vastgesteld. In 7 gevallen kon wel worden nagegaan wat de invloed was op het resultaat na belasting. Zes maal betrof het een wijziging die winstverlagend werkt. In slechts één geval heeft de stelselwijziging (zij het verwaarloosbaar klein) een positief effect op het resultaat na belasting. De stelselwijzigingen betreffen onder meer de volgende onderwerpen:

- het niet activeren van de kosten bij uitgifte van aandelen bij oprichting en betaalde goodwill maar het in één keer ten laste brengen van het resultaat;
- extra afschrijving machines veroorzaakt door andere waardering;
- wijziging in de voorraad gereed produkt;
- wijziging in tempo vrijval van investeringssubsidies;
- treffen van voorziening in verband met vrijwillig vervroegde uittrekking;
- verantwoording resultaten niet-geconsolideerde deelneming.

Ondanks het feit dat de meeste van de aangetroffen stelselwijzigingen uit onze (niet representatieve) steekproef winstverlagend werken, blijven de conclusies uit § 5.7 onaangetast. Zouden de stelselwijzigingen niet zijn doorgevoerd dan waren de resultaten van de MBO's nog beter geweest. Hoogendoorn (1990, p.318) concludeert dat winstverlagende stelselwijzigingen een teken van financiële kracht zijn. Op grond van onze beperkte steekproef zouden de MBO's een groep ondernemingen kunnen vormen die hiervan een voorbeeld zijn. In tegenstelling tot de leiding van beursgenoteerde

ondernemingen uit het onderzoek van Hoogendoorn, heeft de directie van MBO-ondernemingen in dit opzicht een relatief beperkte vrijheid van handelen. Dit komt door de opheffing van de scheiding tussen leiding en eigendom in dit soort ondernemingen. Hierdoor is het plausibel dat winstverhogende stelselwijzigingen uit oogpunt van informatieverschaffing aan aandeelhouders/eigenaren bij MBO's worden tegengegaan en dat winstverlagende juist zorgen voor wat meer 'financieel' vet.

5.7 Conclusies

Hieronder vatten wij de voornaamste bevindingen samen uit het onderzoek naar de vergelijking van financiële ratio's tussen MBO's en de branche.

1. De groep kleine MBO's vertoont één à twee jaar na de uitkoop een significant slechtere liquiditeitspositie in vergelijking met de branche en de groep grote MBO's. Daarentegen zijn bij de grote MBO's zowel de current ratio, de quick ratio als het werkkapitaal tot 2 à 3 jaar na de transactie significant vaak hoger dan de branche. Na drie jaar zijn de verschillen met de branche praktisch verdwenen.
2. Voor alle groepen MBO's geldt een significant slechtere solvabiliteit tijdens de eerste twee à drie jaren na de transactie. Deze positie houdt voor de groep kleine (n=20) MBO's een jaar langer aan. De jaren erna vertoont de solvabiliteit geen verschil meer met die van de branche. De MBO's zijn niet blijvend met een hoger vreemd vermogen gefinancierd.
3. De groep grote MBO's heeft de eerste drie jaren een statistisch aantoonbaar zeer veel betere cashflow. Voor de kleine MBO's kunnen we hierover helaas minder stellige uitspraken doen. De verschillen tussen branche en de MBO duiden voor deze categorie echter op een positief verschil. Wij verwachten dat dit verschil significant wordt naarmate wij over een groter aantal waarnemingen beschikken. Tijdens de laatste drie jaar van de onderzochte periode na de MBO blijft de cashflow bij de grote MBO's hoger, maar is minder vaak hoger dan de eerste drie jaar na de MBO. Aangezien de vreemd vermogen component in de loop van de tijd afneemt, moet de cashflow gelet op de resultaten in tabel 2 ook zijn afgenomen, hoewel deze hoger blijft dan de branche.
4. Voor de grote MBO's is in het tweede en derde jaar na de transactie de rentedekking significant beter, terwijl deze direct na de MBO niet significant verschilt van de branche. Dit wijst op een verbetering van het bedrijfsresultaat. Het moment waarop we dit constateren valt samen met de verbetering in de solvabiliteit en de betere bruto winstmarges, zodat er sprake kan zijn van een samengesteld effect veroorzaakt door vermindering van rentelasten en van de verhoging van het bedrijfsresultaat.

5. Voor de grote MBO's geldt statistisch gezien voor meer jaren achtereen een hogere RTV dan het branchegemiddelde; voor de groep kleine MBO's constateren wij dit slechts voor het eerste jaar na de uitkoop. Voor de jaren erna kunnen we voor deze categorie helaas minder stellige uitspraken doen. De verschillen tussen branche en de MBO duiden voor deze categorie evenwel op een positief verschil.
6. Voor de REV van grote MBO's noteren wij gedurende de onderzochte periode van 6 jaar na de MBO een statistische significant hogere uitkomst. Vooral de eerste drie jaar na de MBO is de REV zeer vaak hoger. Ook in de daarop volgende jaren blijft de REV significant hoger scoren dan het branchegemiddelde, maar statistisch gezien minder vaak. Voor de kleine MBO's noteren wij alleen in het vierde jaar na de transactie een positief significant verschil met de REV van de branche. Voor de jaren erna kunnen we voor deze categorie helaas minder stellige uitspraken doen. De verschillen tussen branche en de MBO duiden voor deze categorie evenwel op een positief verschil. Evenals bij de cashflow en de RTV verwachten wij voor de REV dat het verschil met de branche significant wordt naarmate wij over een groter aantal waarnemingen beschikken.
7. Na het eerste jaar van de verzelfstandiging is de bruto-winstmarge licht significant hoger dan die van de branche. Dit komt door de hogere omzet, maar naar verhouding stijgt het bedrijfsresultaat meer. Daarna zijn deze winst-marges vrijwel gelijk, hetgeen duidt op een nog steeds hogere omzet dan de branche, doch minder dan in voorgaande jaren.
8. Alleen de grote MBO's wijken met hun omloopsnelheid van het totale en van het eigen vermogen de eerste vier jaar na de MBO statistisch gezien in positieve zin af van het branchegemiddelde. Het is aannemelijk dat dit komt door de hogere omzetten en niet door lager vermogen. Hoewel wij niet over exacte gegevens beschikken met betrekking tot desinvesteringen na de MBO en daardoor niet in staat zijn de eventuele omvang van de verlaging van het vermogen te kwantificeren, blijkt in de praktijk juist dat groei door overnames bij MBO-ondernemingen dikwijls plaats vindt. In onze case studies in hoofdstuk 8 besteden wij hieraan aandacht. Bovendien zijn de defensieve MBO's veelal gereorganiseerd voor de datum van de MBO-transactie. Daarnaast blijkt uit de onderzoeksresultaten voor solvabiliteit dat de relatieve achteruitgang één jaar na de MBO ten opzichte van het branchegemiddelde is ingelopen. Wij leiden hieruit af dat uit de winsten de eigen vermogen component weer op peil is gebracht. Door bovenstaande argumenten neemt het vermogen toe, zodat wij het plausibel achten dat de hogere OMTV en OMEV uit hogere omzetten verklaard moeten worden en niet uit lager vermogen.
Na vier jaar zijn de OMTV en de OMEV gelijk aan die van de branche, hetgeen duidt op een niet veel hogere netto-omzet dan de branchegemiddelde.

9. Offensieve MBO's scoren op financiële ratio's niet statistisch significant anders dan defensieve MBO's .
10. Hoewel 37 kleine bedrijven en 36 grotere bedrijven deel uitmaken van de onderzoekspopulatie, is het aantal waarnemingen per jaar in de vergelijking tussen de MBO's en de branche beperkt. Dit komt omdat voor 22 bedrijven gegevens zijn verzameld over een aaneengesloten periode van twee jaar, voor 21 bedrijven over drie jaar en voor 30 bedrijven over een periode van meer dan vier jaar.
11. Voor de kleine MBO's is in tegenstelling tot de groep grote MBO's een beperkt aantal ratio's bruikbaar. Voor een vergelijking met de branche kan geen gebruik worden gemaakt van de activiteitenratio's en de bruto- en netto winstmarge. Dit is te wijten aan de wettelijk toegestane, doch summier informatieverstrekking via het jaarverslag door deze bedrijven bij de Kamer van Koophandel. Wel kan met betrekking tot de liquiditeit, de solvabiliteit en de RTV en RVE een vergelijking met de branche worden gemaakt en is enige indicatie verkregen voor wat betreft de de cashflow ratio en de rentedekking. In tegenstelling tot de groep grote MBO's zijn voor de kleine MBO's geen voor meer jaren achtereen geldende reeksen significante verschillen geconstateerd ten opzichte van de branchegemiddelden.
12. Onze hoofdconclusie is dat grote MBO's voor wat betreft de REV, de RTV en de CFR significant vaak betere prestaties vertonen dan de hiermee corresponderende branchegemiddelden. Er zijn sommige significante aanwijzingen gevonden dat dit ook geldt voor de groep kleine MBO's, zij het minder ferm. Voegen wij de waarnemingen van kleine en grote MBO's met betrekking tot de solvabiliteit en de rentabiliteit samen dan wordt de frequentie van de gevonden positieve verschillen met de brancheverschillen significant groter. Dit duidt er op dat de kleine MBO's het zeker niet slechter doen dan het bedrijfstakgemiddelde, met uitzondering voor de waarnemingen van de liquiditeitsratio's.
13. De naar verhouding tot de branche ruime liquiditeitspositie bij de grote MBO's en de lagere omloopsnelheid van de post debiteuren zou kunnen betekenen dat Nederlandse MBO's geen hoge leverage in de financiering kennen zoals bij veel Amerikaanse MBO's het geval is. Een stringent voorraad- en debiteurenbeleid tot uitdrukking komend in een strakke liquiditeitsplanning en werkkapitaalplanning wordt door het management blijkbaar niet nodig geacht. Crawford (1987, p.42) constateert dat bij de Amerikaanse MBO's gemiddeld 12.1 % van de uitgekochte onderneming gefinancierd is met eigen vermogen, 83.9 % met vreemd vermogen (waarvan 18.1 % bestaat uit een achtergestelde lening) en 4 % door "cash in company". Vandaar de voorkeur van deze auteur voor de term leveraged buy-outs (LBO). Onze conclusie sluit meer aan bij een studie van de NIB waaruit blijkt dat Nederlandse MBO's tussen 1977-1985 gemiddeld 27 % eigen vermogen, 54 % vreemd vermogen en 19 % achtergestelde

lening bij de financiering van de uitkoop gebruiken. Nederlandse MBO's gebruiken ruim twee maal zoveel eigen vermogen en ruim 10 % minder vreemd vermogen.

14. Een vergelijking tussen de financiële ratio's van dochterbedrijven voor de MBO en de branchegemiddelden op basis van jaarverslaggegevens is niet mogelijk in verband met consolidatie van de benodigde gegevens van het dochterbedrijf in het jaarverslag van het moederbedrijf. Zodoende kunnen wij niet verifiëren of de MBO's voor de verzelfstandiging beneden het niveau van het branchegemiddelde presteren en erna boven dit gemiddelde.

Uit onderzoek van de Amsterdamse Investeringsbank N.V.(1990) en een door INDIS (1985) in opdracht van de Nederlandse Investeringsbank N.V. uitgevoerd onderzoek, blijkt dat Nederlandse MBO's na de afsplitsing economisch beter zijn gaan presteren in vergelijking tot de periode ervoor. Onderzoeken uit de VS en Groot-Brittannië komen tot dezelfde conclusie. Deze bevindingen, gevoegd bij de onze dat middelgrote en grote MBO's significant vaker boven het branchegemiddelde scoren, zijn voor ons de aanleiding om na te gaan welke verklaring de uitkopende managers hiervoor geven.

In dit vergelijkend onderzoek naar de financiële ratio's van MBO's en branchegemiddelden worden de onderzoeksresultaten niet beïnvloed door (toevallige) brancheïnvloeden. Daarom zoeken wij de verklaring voor de betere economische prestaties van MBO's ten opzichte van branchegemiddelden niet in kenmerken van de branche (de markt) waarin de MBO's opereren, maar primair in de kenmerken van het management en de organisatie na een MBO. Daartoe werken wij in hoofdstuk 6 en 7 de onderzoeksopzet nader uit voor de additionele verklaring van de waardecreatie.

6 Een additionele verklaring voor de verbeterde economische prestaties

6.1 Inleiding

Tot nu toe hebben wij in hoofdstuk 4 de relevante empirische literatuur bestudeerd over het ontstaan van MBO's en ons verdiept in de verklaringen voor de na een MBO optredende economische prestatieverbetering. De verklaringen voor beide verschijnselen zijn opgebouwd door de financiële kenmerken van (kandidaat) MBO-ondernemingen te vergelijken met die van een controlegroep en de uitkomst hiervan te vergelijken met de door de hypothesen voorspelde uitkomst.

Zowel het onderzoek naar de argumenten voor het ontstaan van de MBO-transactie als het onderzoek naar de verklaringen voor de economische prestatieverbetering vullen elkaar aan. Eensluidend zijn beide in hun oordeel dat de MBO's na losmaking uit het concern tot betere economische prestaties komen dan daarvoor en ook waardoor de verbeterde economische prestaties tot stand komen, namelijk door *interventies* van het management. Hierbij moeten wij denken aan herstructurering van bedrijfsactiva en het doorvoeren van efficiency verbeteringen. Branche-invloed kan op grond van onze bevindingen in hoofdstuk 5, betreffende de hogere waarden van de financiële ratio's van (grote) MBO-ondernemingen vergeleken met branchegemiddelden, *niet* de betere economische prestaties van MBO's verklaren.

De vraag welke concrete interventies in de praktijk van de bedrijfsvoering na een MBO uitgevoerd worden en welke organisatorische veranderingen hiervan het gevolg zijn, laten de in hoofdstuk 4 en 5 besproken onderzoeken buiten beschouwing. Om hier achter te komen gaan wij in dit hoofdstuk eerst na welke factoren de uitkopende managers zelf in verband brengen met de economische prestaties na de MBO. Hierbij maken wij gebruik van de gegevens van onderzoek over de motieven en ervaringen van verzelfstandigde ondernemingen (NIB 1985). De additionele verklaring die op deze manier ontstaat, is 'managerial' en exploratief van aard en vult de door onderzoekers gebruikte benadering aan die voornamelijk is gebaseerd op financieel-economische gegevens uit jaarverslagen. Aan de perceptie van de uitkopende managers betreffende de condities die nodig zijn om waarde te scheppen, kennen wij grote betekenis toe, omdat zij door de (mede)eigendom van het bedrijf voor hun inkomen afhankelijk zijn geworden van de economische prestaties van de verzelfstandigde onderneming en verantwoordelijk zijn voor het nakomen van de verplichtingen jegens de nieuwe aandeelhouders en vreemd vermogensverschaffers.

Aangezien de directieleden voor het NIB-onderzoek zijn benaderd naar aanleiding van een concrete gebeurtenis namelijk een gerealiseerde MBO, zal niet alleen hun geneigdheid tot het verstrekken van informatie groter zijn, maar omdat de veranderingen waarneembaar

zijn is de kans ook groter dat er objectief vastlegbare gegevens zijn. Dit betekent dat de ruimte voor eigen (her)interpretaties door de geïnterviewde managers, om de verbeterde economische prestaties aan bepaalde maatregelen toe te schrijven die voor hen zelf het beste uit komen, wordt ingeperkt. De kans op 'self fulfilling prophecy' wordt hierdoor kleiner.

Wij zijn ons bewust dat aan deze benadering het risico van eenzijdigheid kleef, hoewel in sommige gevallen de antwoorden zijn verkregen na onderlinge afstemming tussen de uitkopende directieleden. In onze case-studies hebben wij hiermee wel rekening gehouden door naast de uitkopende directieleden ook andere betrokkenen uit de organisatie, zoals de de controller, de adjunct-directeuren productie en verkoop en leden uit de verzelfstandigingscommissie uit de ondernemingsraad te interviewen waarmee de uitspraken van het uitkopend management zijn vergeleken. Op grond van onze case-studies kunnen wij stellen dat van een vertekend beeld door eenzijdige selectie van de respondenten niets blijkt. Wij vinden derhalve geen aanleiding om de betrouwbaarheid van de onderzoeksbevindingen van het NIB-onderzoek hierdoor in twijfel te trekken.

Het doel van dit hoofdstuk is nagaan of een samenhang kan worden gevonden tussen de verbeterde economische prestaties na MBO en de antwoorden die uitkopende directieleden in het NIB-onderzoek geven op vragen over hun ervaring met organisatorische en operationele veranderingen na afsplitsing. Wij gaan daarbij na of de economisch succesvolle zich van de economisch niet succesvolle MBO's onderscheiden. De uitkomsten vergelijken wij met die van eenzelfde onderzoek onder een controlegroep ondernemingen, bestaande uit economisch succesvolle en niet succesvolle IBO's. Als controlegroep zijn zij het beste vergelijkbaar met de MBO's omdat de ondernemingen eveneens uit concerns verzelfstandigde dochterbedrijven zijn. Het cruciale verschil is gelegen in het feit dat het zittende management bij een IBO niet deelneemt in het aandelenkapitaal van de afgesplitste onderneming terwijl dit bij een MBO een absolute voorwaarde voor het zittende (top)management is.

Anders geformuleerd, we trachten de waardecreatie-hypothese, die uit ons literatuuronderzoek naar voren komt, aan de hand van de ervaringen en meningen van managers die hun eigen onderneming uitkochten, in algemene en voorlopige zin te toetsen. Daarmee starten we in dit hoofdstuk de beantwoording van het vierde deel van onze probleemstelling betreffende de vraag welke factoren uitkopende managers belangrijk c.q. minder belangrijk vinden in de verklaring van de verbeterde economische prestaties na MBO.

In hoofdstuk 7 en 8 gaan we vervolgens op basis van een drietal case-studies nader in op de resultaten van de bewerking van de data uit het NIB-onderzoek. Op deze manier wordt een balans gecreëerd tussen de vele waarnemingen en een relatief beperkt aantal variabelen uit het onderzoek van de NIB en de beperkte aantallen waarnemingen met betrekking tot een relatief groot aantal variabelen uit onze case-studies (Hesseling 1984, p.83). Een balans tussen enerzijds een generaliserende en een specificerende aanpak.

In 6.2 besteden wij in het kort aandacht aan de groep van 49 uit concerns verzelfstandigde bedrijven waarop het NIB-onderzoek betrekking heeft. Daarna presenteren wij in 6.3 kort de voornaamste resultaten van dit onderzoek voor de gehele groep verzelfstandigingen, te weten de MBO's en IBO's tezamen.

In 6.4 gaan we nader in op de door de directieteams van de respectievelijke MBO's en IBO's verstrekte informatie over hun ervaringen met het proces van verzelfstandiging en hun mening over aanpassingen die als gevolg hiervan in de betrokken organisaties zijn aangebracht.

In 6.5 selecteren wij uit de onderzoeksgegevens met behulp van een statistische associatietest, namelijk de Fisher Exact Probability Test, die factoren die ons inziens in verband kunnen worden gebracht met de verbeterde economische prestaties na afsplitsing. Met andere woorden wij onderzoeken of er een significante samenhang bestaat tussen de factoren waarover uitkopende managers na afsplitsing rapporteren en de bereikte economische prestatieverbetering. Om dit te bereiken, trachten wij in 6.6 op de volgende twee vragen een antwoord te geven. Ten eerste of de uitkopende managers van de economisch succesvolle bedrijven anders 'scoren' op de als gevolg van de MBO aangebrachte veranderingen in de strategie, de organisatie en de bedrijfsvoering dan de uitkopende managers van de economisch niet succesvolle MBO's? Ten tweede of de economisch succesvolle IBO's op grond van dezelfde test anders scoren dan de economisch niet succesvolle IBO's?

Uit dit onderzoek blijkt dat MBO-managers in tegenstelling tot de IBO-managers de toegenomen economische prestaties significant in verband brengen met flexibiliteit van de organisatie naar binnen en naar buiten. In 6.7 geven wij hiervoor een verklaring en vatten de belangrijkste conclusies in 6.8 kort samen.

6.2 Het onderzoek van de Nationale Investeringsbank N.V. (1985)

Het veldonderzoek naar de motieven en ervaringen van verzelfstandigde ondernemingen²⁰ uit de periode 1977-1985 is gebaseerd op interviews met directies van verzelfstandigde bedrijven uit grotere eenheden (concerns). De uitgekochte ondernemingen kenden geen beursnotering ten tijde van het onderzoek medio 1985. De interviews zijn bij ieder bedrijf gehouden met de algemeen en de financieel directeur. In het onderzoek is hen gevraagd met één antwoord namens het directieteam te komen. In totaal deden van de 75 benaderde directies er 49 mee aan het onderzoek.

Het totale universum verzelfstandigingen in 1985 schat de NIB op circa 116. Het zijn verzelfstandigingen uit concerns van merendeels industriële bedrijven met een totaal personeelsbestand van ongeveer 35.000 en een geaggregeerde omzet van circa f 8 miljard (Van Gool 1986, p. 254). Uit hoofde van de functie van de NIB om risicodragend

²⁰ Uitgevoerd door Indis, bureau voor industrieel en professioneel onderzoek b.v., Amsterdam. In de tekst wordt dit onderzoek aangeduid met NIB (1985).

vermogen te verschaffen, alsmede door de Staat gegarandeerde kredieten, werd aanvankelijk de stroom verzelfstandigingen langs deze bank geleid. Hoewel lang niet in alle gevallen de financiering van de uitkoop door deze bank werd geregeld, stelde het haar wel in een unieke gelegenheid onderzoek te verrichten binnen het totale universum divisionele MBO's. Hieronder geven wij in tabel 6.1 het respons-overzicht.

Uiteindelijk blijven, zoals uit onderstaande tabel blijkt, 49 bedrijven over voor het onderzoek. Hierbij zijn 18.700 werknemers betrokken. Dit houdt in dat meer dan de helft van het totale personeelsbestand van de verzelfstandigde ondernemingen in het onderzoek is betrokken.

Beschikbare adressen	116
waarvan:	
dubbel	(3)
niet traceerbaar	(20)
Netto beschikbaar	93
waarvan:	
(nog) niet verzelfstandigd,	
(nog) dochter e.d.	(18)
Totaal relevant voor onderzoek	75
waarvan de volgende directieleden	
weigeren / geen tijd of interesse hebben / te vaak benaderd zijn	(25)
ziek zijn	(1)
Ondervraagd in het NIB-onderzoek	49

Tabel 6.1: Respons-overzicht

De studie verschaft inzicht in de aard en omvang van de economische prestatieverbetering na de buy-out en geeft de achtergrond aan van de met de verzelfstandiging gepaard gaande bedrijfseconomische en organisatorische veranderingen. Onze bijdrage bestaat uit het toepassen van een statistische toets op mogelijke associaties tussen verbeterde economische prestaties en de op de enquête-vragen verkregen antwoorden van de respondenten over veranderingen in de organisatie en het management (zie 6.4). Op deze manier trachten wij tot generalisaties van verbanden of associaties te komen.

Het NIB-onderzoek maakt bij de presentatie van de resultaten geen onderscheid tussen MBO's en IBO's²¹. Wij brengen op grond van het criterium kapitaalverschaffing op persoonlijke basis door het uitkopend management dit onderscheid wel aan, omdat ons

²¹ Het onderscheid tussen MBO's en IBO's wordt door Van Gool (1986, p.260) wel gesignaleerd, doch bij zijn bespreking van de onderzoeksresultaten niet verdisconteerd.

onderzoek zich toespitst op MBO's. Zoals wij in hoofdstuk 2 over de definitie van MBO uiteen hebben gezet, vormt een "substantiële" deelname door één of meer leden van het zittend management in het eigen vermogen van de uit te kopen onderneming een wezenlijk verschil met de verzelfstandigingscategorie IBO. De deelname geldt voor een van te voren overeengekomen periode van tenminste enkele jaren. De bij de MBO betrokken financiers beoordelen of de persoonlijke deelname door de uitkopend managers, gelet op het beslag op hun privé vermogen, als substantieel kan worden bestempeld. Het verschaft hen namelijk extra zekerheid dat leden van het zittend management vertrouwen hebben in de toekomst van de onderneming door er financieel in te participeren. Het uitkopend management loopt door de MBO een hoger financieel risico, terwijl de financier juist hierdoor zijn financieel risico verlaagt. Hoewel informatie over de objectieve omvang van de managementparticipatie ontbreekt, is de betekenis ervan psychologisch zowel voor de uitkopende directie als de financier van groot belang. Volgens het NIB-onderzoek komen hiervoor zowel minderheids- als meerderheidsbelangen van het uitkopend management in aanmerking. Het hierboven genoemde onderscheid kapitaalverschaffing op persoonlijke basis door het uitkopend management gebruiken wij in de analyse en bewerking van de NIB-data²². Hierdoor zijn wij in staat de uitkomsten van ons onderzoek naar de factoren die 29 directieteams belangrijk vinden als verklaring voor de economische prestaties van het betrokken bedrijf na MBO te vergelijken met de meningen van 20 directieteams van IBO-ondernemingen. Hierbij maakt het niet uit of de directieteams over een meerderheid dan wel een minderheid beschikken van de stemgerechtigde aandelen. De groep IBO's vormt voor onze studie de controlegroep. Zowel voor de MBO's als de IBO's onderzoeken wij de kans op een mogelijke samenhang tussen de verbeterde economische prestaties na afsplitsing en de door de directieteams naar voren gebrachte operationele en organisatorische veranderingen ter vergroting van de flexibiliteit.

De MBO's en de IBO's vonden plaats in de volgende branches (zie tabel 6.2):

Branches	MBO's	IBO's
Metaal	3	4
Machines	3	4
Electro techniek	5	2
Papier, Hout en Grafische industrie	6	5
Chemie	2	0
Voeding	4	1
Textiel	1	1
Dienstverlening	4	3
Bouw	1	0
Totaal	29	20

Tabel 6.2: Aantallen MBO's en IBO's per branche

²² Deze data zijn door de Nationale Investeringsbank N.V. voor nader onderzoek ter beschikking gesteld.

Hieruit leiden we af dat bedrijven uit de industrie domineren en dat de verzelfstandigingen in de sector zakelijke dienstverlening, geheel in overeenstemming met de ontwikkeling van de MBO-markt in 1985, nog een bescheiden plaats innemen. Zie voor een uitgebreidere beschouwing over de trends in MBO's in Nederland 3.3.2.

Delen wij de deelnemende bedrijven uit het NIB-onderzoek in naar jaar waarin de transactie plaatsvond dan krijgen we het volgende beeld:

	1977	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	n
MBO's	1	1	2	3	2	6	11	3	29
IBO's	0	0	1	1	2	6	5	5	20

Tabel 6.3: MBO's en IBO's naar jaar van herkomst

Hoewel vanaf 1983 de economische gang van zaken geleidelijk verbeterde (het omzetmagazine van Het Financieele Dagblad uit 1985 meldt dat de gezamenlijk nettowinst van 37 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven in 1984 met 75% stijgt, een ruime verdubbeling ten opzichte van 1983, terwijl in 1982 nog een 5% daling werd genoteerd), is circa de helft van de MBO's respectievelijk IBO's te beschouwen als een defensieve vorm verzelfstandiging. In deze gevallen is het moederbedrijf in financiële problemen geraakt, waardoor zij werd gedwongen activiteiten af te stoten. De andere helft van de MBO's uit de NIB-studie kan als een meer positieve vorm van herstructurering van de ondernemingsactiviteiten worden beschouwd, of wel als een offensieve buy-out. Dit onderscheid in defensieve en offensieve verzelfstandigingen valt niet samen met een ander onderscheid dat ten aanzien van de afsplitsingen kan worden gehanteerd, namelijk of de verzelfstandiging door de omstandigheden is afgedwongen of het resultaat is van een goed voorbereide beslissing.

De indeling van de MBO's en IBO's naar personeelsomvang ziet er als volgt uit:

<u>Personeel</u>	<u>MBO's</u>	<u>IBO's</u>	<u>Totaal</u>
t/m 99	15	4	19
100 t/m 499	8	9	17
>499	6	7	13
	29	20	49

Tabel 6.4 : MBO's en IBO's en personeelsomvang

Als wij de samenstelling van de NIB-steekproef bekijken dan valt ons op dat er meer bedrijven met een personeelsbestand < 100 bij de MBO's zijn vertegenwoordigd dan bij de IBO's. Eén van de redenen kan zijn dat kleine IBO's voor beleggers wellicht minder interessant zijn en daarom niet zo vaak voorkomen als de MBO's. Een andere reden is misschien dat bij kleine MBO's de financiering met eigen middelen door het uitkopend management een minder groot probleem is dan bij grotere bedrijven. Beide argumenten verklaren waarom wij relatief meer kleine MBO's dan IBO's in de steekproef aantreffen. Om na te gaan of dit consequenties heeft voor onze werkwijze om de scores van de MBO's met die van de IBO's te vergelijken, hebben wij de chi-kwadrat²³ uitgerekend. Deze test geeft aan of de verdeling naar omvang van het personeelsbestand bij de MBO's en de IBO's in overeenstemming is met de verdeling over het totale aantal verzelfstandigingen uit de steekproef van de NIB. Uit de berekening blijkt een chi-kwadrat van 5.02 bij twee vrijheidsgraden, hetgeen betekent dat bij een significantieniveau van 5 % de verdeling naar omvang van het personeelsbestand over de MBO's en de IBO's als statistisch identiek kan worden beschouwd.

Naar aanleiding van bovenstaande opmerking over de verdeling van de steekproef merken wij op dat voor het vergelijkend financiële ratio-onderzoek tussen branchegemiddelden en MBO's door ons dezelfde fifty-fifty verdeling in kleine en (middel)grote MBO's is aangehouden als in het NIB-onderzoek.

Hoewel de NIB-onderzoeksdata geen longitudinale metingen bevatten maar een momentopname zijn, zou de termijn waarop men werkelijk inzicht kan verkrijgen in de gevolgen van de MBO voor de organisatie en het management voor de geïnterviewde management teams te kort kunnen zijn. Dit zou ten koste van de kwaliteit van de antwoorden kunnen gaan. Toch valt dat naar onze indruk mee, want 15 uitkopende management teams uit het NIB-onderzoek kunnen tenminste bogen op een bedrijfservaring na de MBO van tenminste twee tot vijf jaar en 26 op een ervaring van meer dan anderhalf jaar. Op basis hiervan denken wij dat de respondenten voldoende inzicht kunnen hebben in de eventuele gevolgen van de MBO voor de organisatie en het management. Slechts drie directieteam zijn geïnterviewd enkele maanden na de MBO-transactie.

6.3 Economische prestaties

Uit het in hoofdstuk 4 beschreven empirisch onderzoek blijkt dat het economisch prestatieniveau van bedrijven, die door middel van een buy-out (MBO of IBO) uit concerns zijn verzelfstandigd, verbeterd. Zeker wanneer de vergelijking wordt getrokken met de prestaties van het bedrijf toen het nog in concernverband opereerde. Uit de NIB-

$$23 \quad \chi^2 = \sum_{i=1}^r \sum_{j=1}^k \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}$$

Hierbij is O_{ij} de waargenomen celfrequentie en E_{ij} de verwachte celfrequentie.

studie blijkt, dat van de 49 ondervraagde directies er 39 (80%) zich gezonder noemen, waarvan 32 zichzelf veel gezonder achten dan destijds in concernverband. Eén op de vijf bedrijven is na de verzelfstandiging er niet gezonder op geworden. In die gevallen was de ontvlechting van het bedrijf vaak afgedwongen.

De economische prestaties worden in het NIB-onderzoek door de volgende maatstaven bepaald: omzet, marktaandeel, REV, nettowinst en het EV als percentage van het balanstotaal. Hieronder vatten we de voornaamste resultaten samen. Achter de antwoordcategorieën staan de antwoordfrequenties.

Na de verzelfstandiging is de omzet van het bedrijf vergeleken met die van direct voor afsplitsing:

- toegenomen	33x
- afgenomen	7x
- gelijk gebleven	9x

De gemiddelde omvang van de omzetsijging binnen de categorie bedrijven die aangeven dat hun omzet na verzelfstandiging is gestegen, is 80%, de gemiddelde omvang van de daling, binnen de categorie bedrijven die stelden dat hun omzet afgenomen is, bedraagt 22%.

Bij ongeveer de helft van de 49 verzelfstandigingen neemt het marktaandeel toe vergeleken met direct voor de afsplitsing. Terwijl er slechts drie een daling van het marktaandeel rapporteren. Van de rest blijft het marktaandeel ongewijzigd:

- groter marktaandeel	26x
- kleiner marktaandeel	3x
- gelijk gebleven	20x

Het rendement op het eigen vermogen (*REV%*) laat ten opzichte van de periode vlak voor de afsplitsing het volgende beeld zien:

- toegenomen	26 x
- afgenomen	5 x
- geen opgave	18 x

Na de ontvlechting ligt de REV gemiddeld op een hoger niveau dan ervoor, hoewel de non-respons op deze vraag hoog te noemen valt (=18x). Als reden hiervoor geldt dat "men dat liever niet aan de grote klok hangt".

Voor 19 bedrijven die antwoord gaven op de vraag hoe hoog het rendement op het eigen vermogen voor de verzelfstandiging was en hoe hoog erna, komt dit neer op een gemiddelde REV voor de verzelfstandiging van 3% en een gemiddelde REV van 26,8% erna.

Met betrekking tot de nettowinst is ten opzichte van dezelfde periode een gelijk beeld te zien:

- toegenomen	24x
- afgenomen	6x
- gelijk	1x
- geen opgave	18x

Ook hier een hoge-non respons score. Echter van de bedrijven (n=15) die zowel voor de verzelfstandiging als era cijfers over de nettowinst verstrekken, is gemiddeld genomen de nettowinst verdubbeld (voorzover opgaven zijn verstrekt stijgt het gemiddelde van 3,7% naar 6% van de omzet).

Uit een vergelijking tussen de omvang van het *eigen vermogen als % van de balanswaarde* voor de verzelfstandiging en era resulteert het volgende beeld:

- toegenomen	20x
- afgenomen	8x
- gelijk	2x
- geen opgave	19x

Wederom een fors aantal directies die hierop geen antwoord geeft, om reden die wij hierboven reeds vermeldden. Voor 27 bedrijven die het eigen vermogen als percentage van de balanswaarde bekend maakten, bedraagt na de verzelfstandiging het percentage 31%, terwijl dat ervoor 22,8% bedroeg. De financiële buffer is dus bij deze groep verbeterd.

Het NIB-onderzoek bezit een hoge non-respons op essentiële economische prestatiecriteria als het marktaandeel, de REV, de nettowinst en het eigen vermogen als percentage van de balanswaarde. In verband hiermee is, zoals reeds in hoofdstuk 1 is vermeld, door ons apart onderzoek naar de ontwikkeling van de economische prestaties na de MBO uitgevoerd. De resultaten van dit onderzoek presenteren wij in hoofdstuk 5.

Samengevat is de opgemaakte balans van economische voor- en nadelen uit het NIB-onderzoek duidelijk positief voor ondernemingen na een verzelfstandiging:

- de omzet neemt bij 33 bedrijven gemiddeld met 80% toe; slechts 9 bedrijven kennen een gemiddelde daling van 22%; de overige bedrijven blijven qua omzet gelijk;
- ook het marktaandeel groeit in vele gevallen (25x), terwijl slechts in drie gevallen een daling wordt genoteerd;
- het rendement op het eigen vermogen stijgt gemiddeld van 3% naar 26,8% een vijftal bedrijven uitgezonderd;

- hetzelfde beeld ontstaat ten aanzien van de nettowinst: in 24 gevallen stijgt deze en in 15 gevallen verdubbelt deze zelfs; bij zes bedrijven vindt een daling van de nettowinst plaats; 18 bedrijven geven echter geen respons;

6.4 Mogelijke verklarende factoren

De antwoorden op onderstaande vragen geven ons inziens zicht op factoren die managers in verband kunnen brengen met de verbeterde economische prestaties na een verzelfstandiging. Wij vragen ons af of er soms sprake is van een mogelijke samenhang tussen deze factoren en de economische prestatieverbetering na verzelfstandiging. In 6.5 gaan wij met behulp van de Fischer Exact Probability Test na of wij voor de uitkopende directieleden van succesvolle respectievelijk niet succesvolle MBO's een significant verband kunnen leggen tussen de hieronder bij a t/m h genoemde factoren en de toegenomen economische prestaties na verzelfstandiging. Dit doen wij ook voor de controlegroep IBO-bedrijven. Door het antwoord op de vraag: "Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu bedrijfseconomisch gezonder is dan toen het nog onderdeel van de moeder was?", brengen wij onderscheid aan tussen economisch succesvolle en niet succesvolle MBO's (zie bijlage hoofdstuk 6 vraag 29).

Kortom wij willen met behulp van onderstaande vragen mogelijke achtergronden van de betere 'performance' na afsplitsing verklaren.

- Welke nieuwe diensten heeft U bij het inrichten van de organisatie na de verzelfstandiging opnieuw moeten opzetten?
- Welke veranderingen zijn daartoe in de marketing-instrumenten aangebracht?
- Wat zijn de voornaamste bedrijfseconomische veranderingen?
- Wat zijn de voornaamste organisatorische veranderingen geweest?
- Is de flexibiliteit van de onderneming na de verzelfstandiging toe- of afgenomen?
- Is de motivatie van het management veranderd?
- Hoe staat het betrokken management tegenover de gedachte dat het bedrijf ter zijner tijd mogelijkerwijs weer zou worden overgenomen? Heeft de directie zich op enigerlei wijze gewapend tegen een overname?
- Welke specifieke redenen hebben een rol gespeeld bij de afsplitsing uit het moederbedrijf?

ad.a Inrichten van de organisatie: opzetten van nieuwe diensten

De vraag uit het onderzoek luidde: "Met het verlaten van de moedermaatschappij kan uw bedrijf, neem ik aan, niet langer gebruik maken van een aantal centrale diensten van de moedermaatschappij. Op dit lijstje ziet u een aantal van dat soort diensten. Welke van deze diensten heeft uw bedrijf inderdaad zelf opnieuw moeten opzetten? (Dus exclusief

reorganisatie.)" De respondenten mochten meer antwoorden uit het lijstje kiezen.

De inrichting van de organisatie betreft maatregelen ter ondersteuning van het beleid en de bedrijfsvoering vanuit een eigen behoefte als zelfstandig bedrijf en niet meer vanuit de behoefte van het moederbedrijf.

De diensten die het bedrijf eenmaal op eigen benen (dus exclusief de organisatorische veranderingen wegens de reorganisatie) zelf opnieuw heeft moeten opzetten, zijn:

	MBO's (n=29)		IBO's(n=20)	
1. juridische zaken	19	(65%)	10	(50%)
2. bedrijfsverzekeringen	18	(62%)	8	(40%)
3. financieringsadviezen	17	(59%)	7	(35%)
4. pensioenvoorzieningen	14	(48%)	3	(15%)
5. boekhouding/financiële administratie	12	(41%)	5	(25%)
6. marketing en marktonderzoek	7	(24%)	5	(25%)
7. inkoop	7	(24%)	5	(25%)
8. bedrijfseconomische afdeling	7	(24%)	3	(15%)
9. verkoop	5	(17%)	4	(20%)
10. technisch produkt- en procesontwikkeling	5	(17%)	3	(15%)
11. documentatie	4	(14%)	2	(10%)
12. niets nieuws op moeten zetten	3	(10%)	5	(25%)

Tabel 6.5: Het opzetten van nieuwe diensten

De mate waarin deze voorzieningen bij divisionele MBO's aanwezig zijn, hangt af van de zelfstandigheid die de moeder de dochter liet. Over het algemeen kunnen wij stellen dat na de MBO de 'make or buy'-vraag naar de inrichting van de bedrijfsorganisatie voor beide categorieën MBO's aan de orde komt.

Door 25 directies wordt de organisatie naar eigen goeddunken inrichten als een voordeel ervaren. Zes vinden het zowel een voordeel als nadeel en een minderheid van 5 bedrijven bestempelt het alleen als een nadeel. Dertien directies verstrekken hierover geen inlichtingen. Het feit dat van de 5 directies slechts 2 te kennen geven dat zij het als een ernstige handicap hebben ervaren dat allerlei zaken opnieuw moesten worden opgezet, kan erop wijzen dat we hier te maken hebben met een relatief beperkt probleem.

Acht van de 49 bedrijven hebben niets opnieuw hoeven op te zetten. De overige dus wel. Daarbij valt op dat per MBO gemiddeld meer nieuwe diensten (4) worden opgezet dan per IBO (2,75). Drukken wij de aantallen nieuw opgezette diensten uit in percentages van het totaal aantal MBO's en IBO's dan komt bovengenoemd verschil vooral tot uitdrukking bij de diensten 1 t/m 5 en 8 uit tabel 6.5.

ad.b Veranderingen in marketing-instrumenten

De vraag uit het NIB-onderzoek luidde: "Bent u na de verzelfstandiging nog veranderingen gaan aanbrengen in de marketing-instrumenten?"

De veranderingen na de verzelfstandiging worden door twee op de drie bedrijven (zowel bij MBO's als bij IBO's) vooral aangebracht in één of meer van de zeven hieronder genoemde marketing-instrumenten. Ook bij deze vraag mocht men meer antwoorden geven.

	MBO's (n=29)		IBO's (n=20)	
het promotioneel beleid	15	(51%)	10	(50%)
het produktassortiment	14	(48%)	6	(30%)
de produktspecificaties/kwaliteit	12	(41%)	4	(20%)
het verkoopsysteem van het produkt	9	(31%)	7	(35%)
de prijsstelling	10	(34%)	4	(20%)
het service-apparaat	8	(28%)	4	(20%)
de wijze van distributie	5	(17%)	5	(25%)
geen veranderingen	10	(34%)	6	(30%)

Tabel 6.6: Veranderingen in marketing-instrumenten

Relateren wij de gerapporteerde veranderingen aan het aantal MBO's en IBO's uit het onderzoek dan zijn de verschillen in aanpassingen van de marketing-instrumenten tussen beide vormen van verzelfstandigingen niet groot. Alleen bij de instrumenten produktassortiment, produktspecificaties/kwaliteit, prijsstelling en service-apparaat brengen de MBO's relatief vaker veranderingen aan dan de IBO's.

Niet nagegaan kan worden of de bedrijven die geen veranderingen doorvoeren al voor de verzelfstandigingstransactie sterk decentraal opereerden. Een mogelijke verklaring waarom bij deze 16 bedrijven geen veranderingen optreden, vormt wellicht de omstandigheid dat er pas enige tijd na de verzelfstandiging veranderingen in de organisatie worden aangebracht. Het toenemen van de zelfstandigheid als ondernemer is namelijk ondermeer afhankelijk van de beleidsvrijheid die banken de desbetreffende onderneming toestaan.

ad.c Bedrijfseconomische veranderingen

De vraag uit het NIB-onderzoek luidde: "Wat zou u als de belangrijkste bedrijfseconomische verandering willen kenschetsen als u de situatie voor en na verzelfstandiging vergelijkt?" Bij deze vraag konden de respondenten niet kiezen uit een lijstje antwoorden, maar moesten deze veranderingen zelf omschrijven.

In het algemeen geldt dat de verzelfstandigde bedrijven (bedrijfs)economisch gezonder

zijn geworden. De belangrijkste bedrijfseconomische veranderingen in de ogen van de directieleden die tussen de situatie voor en na verzelfstandiging optreden, worden hieronder gepresenteerd. Het gaat daarbij vooral om clusters van antwoorden die de managers geven op de vraag wat als belangrijkste bedrijfseconomische verandering moet worden beschouwd tussen de situatie voor en na de afsplitsing. De antwoorden hebben wij voor de duidelijkheid gegroepeerd rond een gangbare indeling van het ondernemingsbeleid. Deze indeling ziet er als volgt uit:

<u>Bedrijfseconomische veranderingen</u>	<u>MBO(n=29)</u>	<u>IBO(n=20)</u>
• financieel-economisch beleid	15 (52%)	7 (35%)
• commercieel-technisch beleid	13 (45%)	5 (25%)
• sociaal-organisatorisch beleid	10 (34%)	6 (30%)

N.B.: 3x geen antwoord.

Uit deze indeling blijkt dat op alle onderdelen van het ondernemingsbeleid het percentage veranderingen bij de MBO's hoger ligt. Hieronder volgt een korte toelichting op de bovenstaande indeling.

De bedrijfseconomische veranderingen die het meest worden genoemd, groeperen wij onder de cluster *financieel-economisch beleid*. Hieronder verstaan wij zaken als meer winst, een betere kostenverhouding, een hogere efficiëntie, lagere kosten, een betere planning van het werkkapitaal, een betere financiële discipline en een geconcentreerde activiteit om onrendabele zaken gezond te maken. Slechts twee maal wordt als bedrijfseconomische verandering de hogere rentelast genoemd, hetgeen onze indruk bevestigt over de vermoedelijk geringe mate waarin "leverage" wordt toegepast in de financiering van Nederlandse verzelfstandigingen uit de periode 1977-1985.

Daarnaast worden bedrijfseconomische veranderingen die voornamelijk betrekking hebben op productie en verkoop genoemd en die wij onder de cluster *commercieel-technisch beleid* scharen, zoals een betere promotie, een betere marktgerichtheid en meer vertrouwen van klanten, in een vermindering van de produktiegerichtheid ten gunste van meer marktgerichtheid, een agressievere verkoop en meer efficiëntie- en produktiviteitsmaatregelen.

Een derde cluster belangrijke bedrijfseconomische veranderingen is gegroepeerd rond de het *sociaal-organisatorisch* beleid. Kernbegrippen hierbij zijn organisatiestructuur en vrijheid van handelen. Zo melden de respondenten veranderingen in de communicatiepatronen, zoals korte lijnen tussen uitvoering en beleid met directe communicatie, veranderingen in de mate van (de)centralisatie, in de functionele disciplines, in de holdingstructuur en in de benadering van de vraag zelf doen of uitbesteden. Vrijheid van handelen benadrukken de respondenten door het zelfstandiger opereren van het management en personeel, de eigen verantwoordelijkheid, de verminderde bureaucratie, mede door het wegvallen van de betutteling door de moeder en

het zelf bepalen van de investeringen en de financiering in het kader van het ondernemingsbeleid.

ad.d *Organisatorische veranderingen*

Centraal stond hier de vraag: "Welke organisatorische veranderingen zijn na de afsplitsing aangebracht?"

Net als bij de vorige vraag kon geen gebruik worden gemaakt van een gestandaardiseerd lijstje met antwoorden en hebben wij de antwoorden op de vraag gegroepeerd rond factoren die ons inziens representatief zijn voor de verscheidenheid in antwoorden. Zij dekken volgens ons de lading van de diverse antwoorden en maken verdere bewerking en interpretatie mogelijk. De voornaamste organisatorische veranderingen na de verzelfstandiging laten zich als volgt in tabel 6.7 samenvatten. Opvallende verschillen tussen MBO's en IBO's treffen wij aan bij de nieuwe managementfuncties en de hogere eisen aan het personeel. Bij MBO's ligt het percentage veranderingen daar hoger.

	MBO's (n=29)		IBO's (n=20)	
- nieuwe managementfuncties	8	(28%)	2	(10%)
- minder functies / inkrimpingen	9	(31%)	5	(25%)
- hogere eisen aan het personeel (door meer verantwoordelijkheid en zelfstandigheid)	7	(24%)	1	(5%)
- marktstrategie	4	(14%)	4	(15%)
- bedrijfsstructuur	3	(10%)	3	(15%)
- anders			3	(15%)

N.B.: 3x een antwoord gemist bij de IBO's en 2 x een teveel bij de MBO's.

Tabel 6.7: Organisatorische veranderingen

Of deze organisatorische veranderingen uitsluitend worden gerapporteerd als gevolg van het feit dat de onderneming in kwestie op eigen benen is gaan staan, weten wij niet met volledige zekerheid. Wij kunnen echter niet uitsluiten dat in de gerapporteerde veranderingen tevens effecten schuilgaan van voor de afsplitsing in gang gezette reorganisaties. Bij de bespreking van de bevindingen voor de MBO's in 6.5.6 komen wij hierop terug.

ad.e *Flexibiliteit*

Bij flexibiliteit gaat het om het vermogen slagvaardig in te spelen op de omgeving. Niet alleen extern maar ook binnen de onderneming. In de organisatieliteratuur (Naisbitt 1986; Van Schilfgaarde 1988) speelt flexibiliteit of de attitude veranderingsgezindheid, die daarmee samenhangt, een grote rol.

De vragen die in het onderzoek hierboven zijn gesteld, luiden:

"Vindt u dat de *flexibiliteit naar buiten*, naar de markt toe, van uw onderneming na de verzelfstandiging is toegenomen of afgenomen?"

"Vindt u dat de *flexibiliteit naar binnen* (organisatorisch), van uw onderneming na de verzelfstandiging is toegenomen of afgenomen?"

De toegenomen flexibiliteit naar buiten wordt door 40 van de 49 afgesplitste ondernemingen bevestigd. Zes stelden altijd al flexibel naar buiten te zijn geweest en twee gaven aan dat zij juist minder flexibel naar buiten toe zijn geworden.

Flexibiliteit (zie bijlage hoofdstuk 6) naar buiten meten de directieleden volgens het onderzoek vooral af aan de in tabel 6.8 vermelde factoren. De relatieve verschillen tussen MBO's en IBO's zijn niet groot. MBO's rapporteren meer veranderingen in de flexibiliteit naar buiten dan de IBO's en bij de IBO's verandert er vaker niets na de afsplitsing vergeleken bij de MBO's.

	MBO (n=29)	IBO (n=20)
- geen toezicht meer, minder bureaucratie, eigen strategie	13 (45%)	7 (35%)
- inspelen op de marktsituatie en directer contact met de klant	16 (55%)	8 (40%)
- <u>niet</u> flexibeler naar buiten geworden, niets veranderd	3 (10%)	5 (25%)
N.B.: drie keer werd bij de MBO's de eerste twee antwoorden gegeven.		

Tabel 6.8: *Flexibiliteit naar buiten*

Zoals hieronder duidelijk blijkt, bezit het begrip flexibiliteit zowel een tijdsaspect als een veranderingsaspect (Kumpe e.a.1985, p.48).

De vrijheid van handelen bestaat uit zaken als: een eigen strategie kunnen voeren, het autonoom opereren, minder regelingen en beperkingen, geen toezicht en goedkeuring van de moeder, een zelfstandiger verkoop etc. (het veranderingsaspect), waardoor er sneller kan worden gehandeld en beslist (het tijdsaspect).

Onder het beter inspelen op de marktsituatie verstaan de respondenten het zowel beter inspelen op de wensen van de klant, als op de markt vraag en marktontwikkelingen. Deze flexibiliteit beslaat reactiemogelijkheden op drie niveaus, namelijk de individuele klant (klantgerichter), de verschillende segmenten (produktontwikkeling) en de branche (marktgerichter). Over het algemeen stelt het management zich na de verzelfstandiging veel actiever op dan toen men nog onderdeel was van het concern. Evenals de contacten met de klant worden de contacten met leveranciers na de verzelfstandiging directer.

De scores op deze dimensies wekken niet de indruk dat alleen door afslankingsoperaties de prestatieverbetering bij meer dan 80% van de ondervraagde directies verklaard kan worden. De toegenomen flexibiliteit naar buiten en naar binnen zal met name op wat langere termijn vruchten afwerpen, omdat rekening moet worden gehouden met het tijdsverloop tussen het leren beter op de markt in te spelen en leren beter gebruik te maken van korte communicatiekanalen.

Voor wat betreft de flexibiliteit naar binnen rapporteerden 43 van de 49 respondenten dat zij organisatorisch gezien flexibeler zijn geworden. Zes bedrijfsdirecties konden geen positieve ontwikkeling in dit opzicht melden, men was altijd zelfstandig geweest. De gevonden kenmerken van naar binnen gerichte flexibiliteit (zie bijlage hoofdstuk 6) staan in tabel 6.9 omschreven. Beide vormen van verzelfstandiging rapporteren een evengrote toename in de vrijheid van handelen, kortere beslislijnen en eenvoudiger communicatie. De motivatie en de bereidheid meer te doen ligt bij MBO's hoger, terwijl interne reorganisaties relatief vaker genoemd worden bij de IBO's.

	MBO's(n=29) IBO's (n=20)			
- vrijheid van handelen en kortere beslislijnen en eenvoudiger communicatie	13	(45%)	9	(45%)
- betere motivatie, bereidheid meer te doen	6	(21%)	1	(5%)
- vanwege interne reorganisatie	1	(3%)	3	(15%)
- anders	7	(24%)	3	(15%)
- niet flexibeler naar binnen geworden, altijd zelfstandig geweest	2	(7%)	4	(20%)

Tabel 6.9: Flexibiliteit naar binnen

Onder eenvoudiger communicatie verstaan de geïnterviewde directieleden een vlottere en vooral betere onderlinge interne communicatie en een directere organisatie (qua tijdsaspect een snellere respons). Vrijheid van handelen uit zich als gevolg van grotere delegatiebevoegdheden en als gevolg van het wegvallen van de als bureaucratisch regelingen bestempelde richtlijnen van de moeder (het veranderingsaspect). Na de verzelfstandiging is geen toestemming van de moeder voor het beleid meer nodig. Dit leidt tot kortere beleidslijnen en communicatielijnen en vergroot bij alle betrokkenen de werkmotivatie. Het personeelsbeleid is 'strakker' en decentraler dan voorheen, er kan direct op personeelssituaties gereageerd worden. Daarnaast werd nog genoemd dat de afsplitsing in vele gevallen leidde tot een beter afbakening van verantwoordelijkheden en bevoegdheden. De antwoorden die onder het kopje 'anders' vallen hebben betrekking op: rationeler beslissen, minder afgestemde taakgebieden, minder onzekerheid bij de mensen, op meer plaatsen inzetbaar, goede contacten met de ondernemingsraad en aandeelhouders

binnen het bedrijf, duidelijker wie de leiding heeft, etc. Tenslotte valt op dat de respondenten alleen bij de flexibiliteit naar binnen een beperkt aantal keren (4x) flexibiliteitsverbetering in verband brengen met sanering en afslanking. Dit is consistent met onze bevindingen ten aanzien van de flexibiliteit naar buiten.

ad.f Motivatie

In het NIB-onderzoek is ook gevraagd of de motivatie van het management is toegenomen, gelijk gebleven of afgenomen.

In de vragenlijst van de NIB-studie is het begrip motivatie van de respondent niet nader gedefinieerd (zie bijlage hoofdstuk 6). Hoewel de doelen van managers en financiers uiteen kunnen lopen, bijvoorbeeld over de termijn waarbinnen de winst van een bepaalde omvang dient te zijn, veronderstellen wij dat de kans op conflicterende doelen tussen beiden als gevolg van de afspraken neergelegd in het ondernemingsplan vooral de eerste jaren na de MBO minder zal worden. In geval het management de mede-eigendom over de onderneming heeft zal de tegenstelling in belangen tussen hen en de nieuwe aandeelhouders nog meer verminderen vanwege dezelfde belangen. Hierdoor wordt het risico voor de aandeelhouders van sub-optimale handelingen van het management nog lager. Voor een uitvoeriger uiteenzetting van de agency-theorie over de relatie principaal en agent wordt verwezen naar hoofdstuk 9.

Naast veelgehoorde bronnen voor motivatie als prestatiedrang, het eigen lot en dat van de onderneming kunnen bepalen en een meer flexibele werkomgeving (Lowe en Naughton 1990, p.12), veronderstellen wij verder dat een deel van de motivatie van het uitkopend management meer afhankelijk is geworden van de beloning als aandeelhouder in de nieuwe, verzelfstandigde situatie. Verder veronderstellen wij dat de beloning een lineaire functie is van de waarneming door de nieuwe aandeelhouders, of bijvoorbeeld de kosten en winsten op het vereiste niveau zijn. Volgens Holström en Milgrom (1987, p.303-328) is er dan sprake van een optimaal motiverend contract tussen principaal (aandeelhouder) en agent (management).

In het NIB-onderzoek is gevraagd naar de indruk die het uitkopend management heeft of, overall gezien, de motivatie bij de medewerkers bij het bedrijf na de afsplitsing groter is geworden, gelijk is gebleven of afgenomen. Van de MBO-directieleden stelt 93% vast dat bij hen meer motivatie is dan voorheen. Een vergelijkbaar percentage (circa 85%) constateren wij voor de IBO-managers.

Specifiek is gevraagd naar de motivatie van alle geledingen. In veel gevallen is volgens de respondenten sprake van een toegenomen motivatie: overall 84%, management 90%; verkoop 80%, administratie 67% en de werkvloer 70%. Als de motivatie niet is toegenomen dan is die in de meeste gevallen gelijk gebleven. Maar zelden wordt over een afgenomen motivatie gerapporteerd. In ieder geval komt dit bij het management geen enkele keer voor en bij de overige geledingen slechts zelden: bij de verkoopstaf 2x, de administratieve staf 1x, de technici 4x en op de 'werkvloer' 1x.

ad.g Houding tegenover overname en overnamebescherming

In het NIB-onderzoek is ook nagegaan of de nieuwe managers/eigenaren positief of negatief stonden tegenover de gedachte dat het bedrijf mogelijk na verloop van tijd weer zou worden overgenomen door een groter bedrijf. De antwoorden op de vraag: "staat u op dit moment positief of niet zo positief danwel zelfs sterk negatief tegenover de gedachte, dat uw bedrijf ter zijner tijd weer zou kunnen worden overgenomen door een groter bedrijf?", pakten over het algemeen negatief uit:

- 21 directies staan sterk negatief en 16 niet zo positief tegenover een mogelijke overname, hiertoe behoren 24 MBO's en 13 IBO's;
- 9 directies staan positief ten opzichte van een mogelijke overname, waarvan 4 MBO's en 5 IBO's;
- 3 directies nemen geen standpunt in.

Op de vraag of de directieleden die niet zo positief danwel zelfs sterk negatief tegenover een overname staan, zich op enigerlei wijze hebben gewapend tegen overname, kwamen de volgende antwoorden:

19 van de 29 MBO's en 9 van de 20 IBO's hebben zich bewapend tegen een overname. De houding jegens een overname heeft dus bij de MBO vaker gevolgen voor de gekozen overnamebeschermingsmaatregelen. De meest genoemde beschermingsmaatregelen zijn: het niet kunnen vervreemden van de aandelen; restricties op het verhandelen ervan; aandelen ondergebracht in een stichting; een meerderheidsbelang van het management; certificering, etc.

De overige 21 bedrijven hebben zich niet bewapend tegen overname, hiervan behoren er 10 tot de categorie MBO's en 11 tot de IBO's.

ad.h Redenen voor de verzelfstandiging

Tenslotte besteedde het NIB-onderzoek aandacht aan de redenen die een rol speelden bij de afsplitsing uit een concern. De redenen die het meest voorkwamen zijn: de slechte financiële gang van zaken bij de moedermaatschappij en de heroriëntatie van de moedermaatschappij op de ondernemingsdoelen waardoor niet passende bedrijfsonderdelen worden afgestoten. Voor een nadere beschouwing hiervoor wordt verwezen naar 3.3.1. Bij de MBO's uit het onderzoek komen de volgende redenen voor afsplitsing in vergelijking tot de IBO's vaker voor: het persoonlijk verschil van inzicht in de te voeren bedrijfsstrategie, het niet passend zijn van de produkten waarna afstoting van het dochterbedrijf plaatsvindt en de door het dochtermanagement geuite wens om zelfstandig te kunnen opereren. Bij de IBO's wordt vaker genoemd het verhogen van de rentabiliteit van de moedermaatschappij. Uit de volgende redenen die een rol kunnen spelen bij de afsplitsing konden de respondenten kiezen welke reden(en) op hun situatie van toepassing is (zijn):

	MBO (n=29)	IBO (n=20)
- slechte financiële situatie moedermaatschappij	14 (48%)	10 (50%)
- verschil van inzicht in bedrijfsstrategie	10 (34%)	2 (10%)
- heroriëntatie moedermaatschappij	18 (62%)	10 (50%)
- het niet bij elkaar passen van de produkten	12 (41%)	3 (15%)
- het beter beheersbaar maken	11 (38%)	7 (35%)
- het krijgen van betere marktkansen	12 (41%)	7 (35%)
- het verhogen van de rentabiliteit van de moeder	7 (24%)	8 (40%)
- het verhogen van de rentabiliteit van de dochter	13 (45%)	8 (40%)
- de wens van zelfstandigheid	16 (55%)	6 (30%)
- door de financiers gewenste desinvestering	7 (24%)	4 (20%)

Tabel 6.10: Redenen voor verzelfstandiging

In de nu volgende paragraaf bespreken we de resultaten van de associatietest tussen verbeterde economische prestaties na een MBO respectievelijk IBO en de hierboven bij a t/m h besproken factoren.

6.5 Uitkomsten associatietest Management Buy-Outs (doelgroep)

6.5.1 Inleiding

In deze paragraaf gaat onze aandacht uit naar de vraag of de in 6.4 besproken ervaringen van de directieleden en de door hen getroffen maatregelen een significante samenhang vertonen met de na de verzelfstandiging inzettende verbetering van de economische prestaties. Dit wil zeggen wij proberen met behulp van een associatietest na te gaan of hun ervaringen en maatregelen met betrekking tot de MBO in onze ogen een belangrijke achtergrond zijn voor de verklaring van de verbeterde economische prestaties na afsplitsing. Hoe we daarbij te werk zijn gegaan, zetten wij uiteen in 6.5.2.

In 6.5.3 tot en met 6.5.9. doen we dat eerst voor de categorie MBO's en daarna in 6.6.1 tot en met 6.6.8 voor de categorie IBO's. Voor de bijbehorende kruistabellen wordt de lezer verwezen naar de bijlage van dit hoofdstuk.

In 6.7 bespreken wij de gevonden verschillen tussen de MBO's en de controlegroep IBO's en in de afsluitende paragraaf 6.8 beschrijven wij de belangrijkste conclusies.

6.5.2 Werkwijze

Achtereenvolgens komen in de volgende subparagrafen de bevindingen aan de orde met betrekking tot de associatietest die wij uitvoerden op zoek naar mogelijke samenhangen

tussen verbeterde economisch prestaties en factoren die managers noemen als naar hun oordeel wordt gevraagd wat er op een aantal specifieke terreinen veranderd is vergeleken met de situatie voor afsplitsing. Dit doen wij in eerste instantie bij 22 economisch succesvolle en 7 economisch niet succesvolle MBO's. Deze samenhang, die wij in navolging van Van der Zwaan (1990, p.49) definiëren als het gelijktijdig variëren van waarden die 2 variabelen kunnen aannemen, beschrijven wij met een associatiemaat. Aangezien wij niet weten welk analyseplan van de onderzoekers ten grondslag heeft gelegen aan het NIB-onderzoek, zijn door ons alle relaties onderzocht die wij relevant vonden. Hieronder zetten wij de variabelen, die door ons met de verbeterde economische prestaties na de verzelfstandiging in verband worden gebracht, voor het overzicht nog eens op een rij:

- a. inrichten van de organisatie: opzetten van nieuwe diensten;
- b. veranderingen in de marketing-instrumenten;
- c. bedrijfseconomische veranderingen;
- d. organisatorische veranderingen (o.a. afslanking en inkrimping) en
- e. flexibiliteit.
- f. motivatie;
- g. overnamebescherming;
- h. specifieke redenen om de dochter los te maken van de moeder.

De nul-hypothese in ons onderzoek naar de samenhang tussen bovengenoemde factoren en de economische prestaties luidt dat de genoemde factoren a t/m h *onafhankelijk* zijn van de economische prestaties na afsplitsing (MBO of IBO). Uit oogpunt van ontwikkeling van algemeen geldende samenhangen op basis van een beperkt aantal waarnemingen (29 MBO's en 20 IBO's) achten wij de keuze van deze test verdedigbaar. De test zien wij als een methode om een schifting aan te brengen tussen interessante factoren die vaak en minder vaak in verband worden gebracht met verbeterde economische prestaties na verzelfstandiging. De Fisher Exact Probability Test²⁴ (Siegel 1956, p.96) berekent voor twee bij twee contingentie-tabellen hoe groot de kans (p-waarde) in werkelijkheid exact is dat de gevonden celverdelingen gelijke proporties vertonen. Een p-waarde van .01 impliceert dat er bij 100 herhaalde steekproeven slechts één steekproef de nul-hypothese van gelijke proporties zal bevestigen. De p-waarde gebruiken wij om de nul-hypothese te kunnen *verwerpen*. Indien de p-waarde $\leq .05$ wordt de nul-hypothese verworpen. Verwerping van de nul-hypothese interpreteren wij als een bewijs van samenhang tussen de onderzochte factoren of verschijnselen. Anders geformuleerd, de p-waarde geeft de kans dat er in werkelijkheid geen samenhang of verband is. In het geval dat de p-waarde tussen $>.05$ en $\leq .10$ ligt, achten wij verder

²⁴ In dit deel van het onderzoek naar de additionele verklaring die managers geven voor de verbeterde economische prestaties na een MBO, hebben wij alleen gebruik gemaakt van de Fisher Exact Probability Test, omdat bij toepassing van de chi-kwadraat toets één of meer cellen een verwachte waarde hebben van < 5.

onderzoek gewenst, aangezien meer waarnemingen tot significantie kan leiden.

6.5.3 Opzetten nieuwe diensten

Met het verlaten van het moederbedrijf kunnen de betrokken bedrijven niet langer gebruik maken van de centrale diensten die door de moeder werden verzorgd. Aan de respondenten is gevraagd aan te geven welke diensten daardoor door het bedrijf zelf moesten worden opgezet. Het betreffen veranderingen in de inrichting van de bedrijven die niet het gevolg zijn van reorganisaties, wegens inkrimping en afslanking.

26 van de 29 MBO's zetten nieuwe diensten op. Echter 6 hiervan zijn er bedrijfseconomische gezien niet gezonder van geworden, terwijl twee van de drie die geen nieuwe diensten opzetten wel na de uitkoop economisch beter presteerden. Op grond van onze test kunnen wij tussen de factor activiteiten en het realiseren van verbeterde economische prestaties na de MBO (p-waarde .57) geen associatieve samenhang herkennen.

6.5.4 Veranderingen in de marketing-instrumenten

Hetzelfde geldt voor het totaal van de aangebrachte veranderingen in de marketing-instrumenten in relatie tot de verbeterde performance (p-waarde .46). Wel vonden wij interessante deelresultaten die op een significante samenhang wijzen. De associatietest toegepast op enkele marketing-instrumenten in relatie tot de verbeterde economische prestaties leverde het volgende resultaat op: produktspecificatie / produktkwaliteit een p-waarde van .11, het service-apparaat een p-waarde van .07 en het systeem van verkoop een p-waarde van .05. In het laatste geval wordt de nul-hypothese verworpen. Laatstgenoemd marketing-instrument wordt door ons, om redenen die wij in 6.5.2 hebben vermeld, in verband gebracht met de verbeterde economische prestaties na een MBO. De veranderingen in produktkwaliteit en produktspecificatie, alsmede in het service-apparaat vergen in dit opzicht nader onderzoek.

Veranderingen in de andere marketing-instrumenten zoals het produktassortiment (p-waarde .22), de prijsstelling (p-waarde .21) en de distributie (p-waarde .22), zijn weliswaar statistisch niet significant maar wel interessant voor verder onderzoek. Zij lijken namelijk in het beeld te passen van de wel significante veranderingen.

6.5.5 Bedrijfseconomische veranderingen

Van de 19 MBO's die na afsplitsing betere economische resultaten vertonen, blijken 8 directies wel en 11 geen belangrijke bedrijfseconomisch veranderingen aan te brengen.

Het betreft hier bedrijfseconomische veranderingen als het aanboren van nieuwe investeringen en het verzorgen van de financiering, het zelf besteden van de cash flow, het realiseren van een betere kostenverhouding, een grotere efficiency, een betere planning van het werkkapitaal, een betere financiële discipline en een geconcentreerde activiteit om onrendabele zaken gezond te maken. Onze test kon geen associatief verband leggen tussen deze bedrijfseconomische veranderingen en toegenomen economische prestaties (p-waarde .30).

Van dezelfde 19 MBO's benadrukken 10 een betere promotie, een betere marktgerichtheid en meer vertrouwen van klanten, een agressievere verkoop en een hogere efficiëntie en produktiviteit als belangrijkste bedrijfseconomische verandering. Ook hier geeft de test geen significante relatie met de verbeterde economische prestaties na MBO (p-waarde .22).

Daarentegen wijzen de testresultaten uit dat de veranderingen in de organisatiestructuur en in de vrijheid van handelen van het management en personeel significant vaker dan de andere bedrijfseconomische veranderingen in verband kunnen worden gebracht met de economische prestatieverbetering na een MBO (p-waarde .05). Van de 19 succesvolle MBO's brengen 9 directies veranderingen in de organisatiestructuur naar voren als belangrijkste bedrijfseconomische verandering. Voor 9 van de 10 economisch niet succesvolle MBO's geldt laatstgenoemde bedrijfseconomische verandering niet als belangrijkste verandering. Wij concluderen voorzichtig dat de succesvolle MBO's kennelijk meer structuurveranderingen doorvoeren en aan de vrijheid van handelen meer bedrijfseconomische betekenis toekennen dan de niet succesvolle MBO's. Zie bijlage hoofdstuk 6 de bedrijfseconomische veranderingen.

6.5.6 Organisatorische veranderingen

In 6.4 ad d hielden wij een slag om de arm of de economische prestatieverbetering wel of niet door afslankingsoperaties zijn beïnvloed. Op grond van onze bevindingen kunnen wij stellen dat voor succesvolle MBO's *afslankingen en inkrimpingen* voornamelijk afwezig zijn na verzelfstandiging. Van de 22 economisch gezonde MBO's hebben er 5 afslankingen achter de rug na de MBO. Van de 7 economisch niet-succesvolle MBO's slanken 4 bedrijven na de verzelfstandiging af. De Fisher Exact Probability Test wijst weliswaar niet op een statistisch significant verband tussen het behalen van economisch succesvolle resultaten en het achterwege blijven van inkrimpingen en sanering (p-waarde .11), maar komt daarbij wel in de buurt. Dit geldt ook, zij het in mindere mate voor de volgende twee groepen organisatieveranderingen:

- hogere eisen aan het personeel; meer verantwoordelijkheid/zelfstandigheid (p-waarde .21);
- marktstrategie (p-waarde .16).

Toch geeft het NIB-onderzoek geen definitief uitsluitsel of er *voorafgaand* aan de MBO

sprake is geweest van afslanking. Vermindering van het personeelsbestand kan de economische prestaties na de MBO aanzienlijk verbeteren, dus mogen wij het effect van reorganisaties en 'turnarounds' niet bij voorbaat uit het oog verliezen. Hieronder zetten wij uiteen waarom wij de invloed hiervan op de economische prestaties van de MBO's uit het NIB-onderzoek toch zeer gering achten.

Op de vraag naar de effecten van de verzelfstandigde bedrijven op de werkgelegenheid antwoordt circa een derde van de respondenten een toename, een derde een afname en een derde geen verandering van het aantal personeelsleden na de verzelfstandiging. Uit onze nadere analyse van de gegevens blijkt dat de toename in de personeelsomvang voor 82% voor rekening van de MBO's komt. Wij konden niet nagaan of de stijging in de werkgelegenheid veroorzaakt wordt door overname van andere bedrijven of door groei op eigen kracht van het verzelfstandigde bedrijf. Wel constateren wij dat een toename van de personeelsomvang vergeleken met de periode voor de afsplitsing in geval van een MBO samengaat met het behalen van betere economische prestaties. Op grond hiervan achten wij het plausibel te concluderen dat het hier gaat om het verband dat meer winst leidt tot meer werk ($p = .03$). Elders heeft Keus (1986, p.200) dit verband tussen rentabiliteit van het ondernemend vermogen en werkgelegenheid empirisch aangetoond.

Van de gerapporteerde daling in de werkgelegenheid bij alle verzelfstandigingen uit het NIB-onderzoek komt 37,5% voor rekening van de MBO's. Slechts 6 van de 29 MBO's (circa 20%) hebben het personeelsbestand omlaag gebracht vergeleken met de personeelsomvang van voor de afsplitsing. Voor de IBO's liggen de percentages duidelijk hoger. Zie in dit verband 6.6.4.

6.5.7 Flexibiliteit

Indien wij het verband tussen de economische prestaties en de flexibiliteit naar buiten voor de MBO-ondernemingen nader onderzoeken, dan blijkt hiertussen een statistisch significante samenhang te bestaan (p -waarde .04). Daarnaast hangen de verbeterde economische prestaties na een MBO eveneens samen met de toegenomen flexibiliteit van de eigen organisatie (de flexibiliteit naar binnen; p -waarde .05). Tussen *verbeterde economische prestaties na MBO* en de *flexibiliteit naar de markt* respectievelijk de *flexibiliteit binnen de eigen organisatie* bestaan dus significante samenhangen. In beide gevallen wordt de nul-hypothese verworpen. Hieronder gaan wij aan de hand van enkele deelscores nader in op deze uitkomsten.

Onder *flexibiliteit naar buiten* wordt door de uitkopende managers verstaan, een directer contact met de klant respectievelijk met de leverancier, de financier, de overheid en de vakbond. Uit hun antwoorden blijkt dat het management en het personeel na de MBO over meer en betere informatie beschikken om de klanten te benaderen dan voorheen. Hierdoor kunnen zij actiever inspelen op de wensen van de klant en op

marktontwikkelingen, hetgeen weer leidt tot een betere klantgerichtheid en betere samenwerking met de klant en andere 'stakeholders'. Deze factoren kunnen op grond van de test geassocieerd worden (p-waarde .01) met de verbeterde economische prestaties van de onderneming na een MBO.

Onder *flexibiliteit naar binnen* verstaan zij een grotere vrijheid van handelen, korte communicatielijnen intern, sneller handelen en beslissen, eenvoudiger communiceren, een strakker personeelsbeleid, een betere afgebakende functionele verantwoordelijkheid.

De statistische samenhang tussen de verbeterde economische prestaties na MBO en de verbeterde flexibiliteit van de eigen organisatie kan worden bevestigd door na te gaan of bedrijfseconomische veranderingen aangebracht in de organisatie(structuur) met de economische prestaties samenhang vertonen. Inderdaad komt dit tot uitdrukking in een p-waarde van .05. In het bedrijf worden na de MBO onder meer de volgende soort veranderingen aangebracht:

- het aanbrengen van functionele disciplines;
- het minder produktiegericht opereren;
- het centraal verrichten van stafwerkzaamheden;
- het verminderen van het uitbesteden;
- het verkorten van communicatiewegen;
- het zelfstandiger opereren van het management en het personeel;
- de sterk verminderde bureaucratie en betutteling van de kant van het voormalige moederbedrijf.

6.5.8 Motivatie

Aangezien door de respondenten in het algemeen zeer gunstig over de motivatie in alle geledingen van het bedrijf wordt geoordeeld en 66% van de MBO's betere economische prestaties realiseren vergeleken met voor de verzelfstandiging, ligt een voorlopige conclusie voor de hand dat de directies van de verzelfstandigde bedrijven in het algemeen tevreden zullen zijn met de economische prestaties na afsplitsing. De vraag is nu of toegenomen motivatie van het uitkopend management samengaat met verbeterde economische prestaties. Uit de NIB-studie blijkt dat bij 27 van de 29 MBO-ondernemingen (circa 93%) de motivatie in de ogen van het management na een MBO toeneemt. In 2 gevallen blijft deze gelijk, terwijl er geen afname wordt gerapporteerd. Toch kunnen wij op grond van onze statistische bewerking van de onderzoeksgegevens geen significant verband leggen tussen toegenomen motivatie bij het uitkopend management en de door hen gerapporteerde economische prestaties, omdat 6 directieteamsondanks teruggelopen economische prestaties toch een toename van de motivatie opgeven (p-waarde .43).

Voor de MBO's zijn wij tevens nagegaan of tussen de motivatie in alle geledingen van het bedrijf en de economische prestatie een mogelijke samenhang zou kunnen worden

gevonden. Wij komen tot de volgende bevindingen.

Hoewel uit de rechte tellingen van de score op motivatie uit het NIB-onderzoek blijkt dat in absolute zin bij de motivatie van de verkoopstaf en de administratieve staf lager is dan van het management, kunnen wij voor hen wel een associatief verband leggen tussen toegenomen motivatie en verbeterde economische prestaties voor deze afdelingen. De respectieve p-waarden zijn .04 en .02. Dit resultaat is consistent met onze bevindingen betreffende de flexibiliteit naar buiten, de veranderingen in de marktinstrumenten waarmee de verkoopstaf het meest te maken zal hebben in de praktijk. Hetzelfde geldt voor de administratieve staf inzake de bedrijfseconomische veranderingen.

6.5.9 Overnamebescherming

Bij de economisch succesvolle MBO's kan een statistisch significante associatie worden gelegd tussen feitelijke *overnamebescherming* (de bewapening) en betere economische prestaties (p-waarde .03). 17 van de 19 succesvolle MBO's hebben zich op enigerlei wijze bewapend tegen overname, terwijl 5 van de 7 niet-succesvolle MBO's zich niet beschermden. Veel genoemde overnamebeschermingsmaatregelen uit het onderzoek zijn: verbod aandelenverkoop aan derden, beperking aandelenoverdracht, aandelen in handen van stichting, een meerderheidsbelang, niemand kan de meerderheid verkrijgen, etc.

Betrekken wij hierbij de *houding* van het uitkopend management ten opzichte van overname, dan valt op dat van de succesvolle MBO's slechts 1 op de 11 positief staat tegenover overname. Voor de minder goed draaiende MBO's is deze verhouding 1 op 3. In tegenstelling tot de significante associatie tussen feitelijk getroffen overnamebeschermingmaatregelen en betere economische prestaties, kon voor economisch succesvolle MBO's tussen de factoren houding tegenover overname en economische prestaties er geen worden gevonden (p-waarde .19).

6.5.10 Redenen voor een MBO

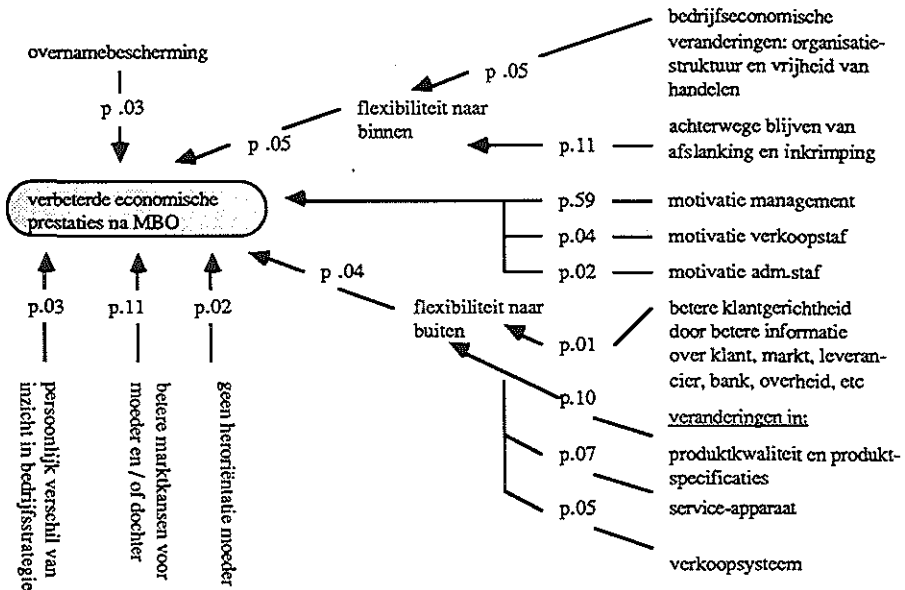
De verbeterde economische prestaties na de MBO blijken significant samen te hangen met een specifieke reden om het bedrijf los te maken van het concern, namelijk het *persoonlijk verschil* van inzicht over de te voeren bedrijfspolitiek tussen het moeder- en dochtermanagement. Van de tien redenen die de uitkopende directies konden kiezen van een lijstje (zie 6.4 ad. h), levert deze reden een betrouwbare scheidingsindicator op voor een succesvolle MBO na ontvlechting (p-waarde van .03) ten opzichte van de niet succesvolle MBO.

De reden *heroriëntatie*²⁵ van het moederbedrijf op haar ondernemingsdoel waardoor niet-passende bedrijfsonderdelen worden afgestoten, wordt door ons op grond van de

²⁵ Niet te verwarren met het begrip strategische heroriëntatie dat halverwege de tachtiger jaren als een actieve (offensieve) manier van herstructurering door concerns een gunstige naam op MBO-gebied verwerft.

uitkomsten van de test negatief geassocieerd met de verbeterde economische prestaties na afsplitsing (p-waarde van .02). Van de 11 MBO's die deze reden niet opgaven, bleken alle na de uitkoop succesvol. Van de 18 directies die als reden voor de afsplitsing opgaven de heroriëntatie op de activiteiten van de moeder, rapporteren 7 (40%) na de MBO slechtere economische resultaten. We moeten hierbij bedenken dat longitudinale gegevens over economische prestaties van de betrokken bedrijven ontbreken, zodat we niets kunnen zeggen over de ontwikkeling van de economische resultaten van het bedrijf op langere termijn. Wel zijn we nagegaan of die 7 MBO's min of meer door omstandigheden zijn afgedwongen danwel goed zijn voorbereid. Uit ons onderzoek blijkt dat het eerste inderdaad het geval was, hetgeen een reden kan zijn voor het leveren van slechtere economische prestaties door deze defensieve MBO's na de uitkoop. Hoewel heroriëntatie van het moederbedrijf op haar kernactiviteiten een frequent voorkomende reden voor afstoting is, vormt het kennelijk als enige reden geen garantie voor economisch succesvolle afsplitsing via een MBO.

Een derde reden voor afsplitsing die frequent door directies van succesvolle MBO's wordt genoemd, is het krijgen van *betere marktkansen* voor moeder en/of dochter. (p-waarde .11).



Figuur 6.1: Associatieve samenhang bij succesvolle MBO's

Hierboven geven wij een schematische samenvatting van de door ons verkende samenhang tussen de verbeterde economische prestaties na MBO en de genoemde

factoren uit 6.5.1 tot en met 6.5.8. Zie figuur 6.1. Voor de bijbehorende kruistabellen wordt verwezen naar de bijlage van hoofdstuk 6.

6.6 Uitkomsten associatietest Investors Buy-Outs (controlegroep)

Voorgaande bevindingen betreffen afsplitsingen waarbij het zittende management met een minderheids- c.q. een meerderheidsbelang participeert in het eigen vermogen. Voor alle andere afsplitsingen (de IBO's) waarin het zittende management niet deelneemt in het eigen vermogen, zijn wij hieronder nagegaan of eenzelfde samenhang ook kon worden vastgesteld voor economisch succesvolle IBO's. Daartoe bespreken wij in samenhang met de (toegenomen) economische prestaties dezelfde factoren als bij de MBO's in 6.6.1 t/m 6.6.8.

In 6.7 trachten wij de verschillen tussen beide groepen succesvolle verzelfstandigingen te verklaren.

Alvorens dit te doen schenken wij eerst aandacht aan de vraag of het zin heeft om de Fisher Exact Probability Test te gebruiken bij kleine aantallen succesvolle ($n=17$) en niet-succesvolle IBO's ($n=3$). Daartoe berekenen wij de kans op significantie van onderstaande extreme situatie, waarvoor geldt dat:

A	B	A+B
C	D	C+D
A+C	B+D	n

$A+B=3$ en $C+D=17$ en $n=20$

$$\frac{3! 17! 3! 17!}{20! 3! 17! 0! 0!} = \frac{1 \cdot 2 \cdot 3}{18 \cdot 19 \cdot 20} = \frac{1}{3420} \rightarrow p = .003$$

Uit toepassing van de Fisher Exact Probability Test (zie bijlage hoofdstuk 6) blijkt dat bovenstaande extreme situatie altijd significantie oplevert, als gevolg waarvan wij kunnen concluderen dat de vergelijking van succesvolle IBO's met niet succesvolle IBO's statistisch zin heeft.

6.6.1 Opzetten nieuwe diensten

Ook de afgesplitste IBO's konden niet langer gebruik maken van de centrale diensten die door de moeder werden verzorgd. 15 van 20 IBO's hebben voor de verzelfstandiging nieuwe diensten opgezet. Het betreffen veranderingen in de inrichting van de bedrijven die niet het gevolg zijn van afslankingen. 11 van de 17 economisch succesvolle IBO's zetten de juridische adviesfunctie opnieuw op of schakelen hiervoor adviseurs van buiten in. Alle 11 melden verbeterde economische prestaties na de overname, terwijl alle economisch niet succesvolle IBO's geen juridische zaken opnieuw opzetten. Dit levert bijna een significante associatie op, namelijk een p-waarde .07.

Associëren wij daarentegen de verbeterde economische prestaties met het totaal van de

nieuw op te zetten diensten, dan kan geen significante samenhang worden afgeleid (p-waarde.14).

6.6.2 Veranderingen in de marketing-instrumenten

Noch voor alle aangebrachte veranderingen in de marketing-instrumenten samen (p-waarde .68), noch voor onderdelen eruit, zijn significante associaties te onderkennen met de verbeterde economische prestaties na afsplitsing. De produktspecificaties en de produktkwaliteit (p-waarde .49) waaronder geleverd wordt, de veranderingen in het verkoopsysteem (p-waarde .72) en in het service-apparaat (p-waarde .49) onderscheiden zich bij de IBO's niet met significante p-waarden van de overige marketing-instrumenten. Wij kunnen op grond van de testresultaten voor deze groep directieleden geen associatief verband leggen tussen deze veranderingen en de verbeterde economische prestaties.

6.6.3 Bedrijfseconomische veranderingen

Net als bij de veranderingen in marketing-instrumenten kunnen wij geen significante associaties vinden tussen de bedrijfseconomische veranderingen en de verbeterde economische prestatie na een IBO. De eerste cluster met betrekking tot factoren zoals het zelf bepalen van de financiering en vergroten van de investeringen, een betere kostenverhouding, een grotere efficiency, lagere kosten, een betere planning van het werkkapitaal, een betere financiële discipline en een geconcentreerde activiteit om onrendabele zaken gezond te maken (p-waarde .52), leverde geen significante associatie op.

Dit geldt ook voor de volgende twee clusters factoren die de bedrijfseconomische veranderingen typeren. Deze clusters hebben betrekking op het commercieel-technisch beleid en op het sociaal-organisatorisch beleid:

- Een betere promotie, een betere marktgerichtheid en meer vertrouwen van klanten, een agressievere verkoop en een hogere efficiëntie en produktiviteit als belangrijkste bedrijfseconomische verandering associeerden de managers niet met verbeterde economische prestaties (p-waarde .52).
- Veranderingen in de organisatiestructuur en in de vrijheid van handelen van het management en personeel, de derde belangrijke cluster voor bedrijfseconomische veranderingen was eveneens niet significant (p-waarde .35).

6.6.4 Organisatorische veranderingen

Weliswaar brengen alle IBO's na afsplitsing organisatorische veranderingen aan, doch wij konden geen significante samenhang ontdekken tussen de meer specifieke veranderingen

en de verbeterde economische prestaties. De respectievelijke p-waarden voor deze veranderingen zijn: de versterking van managementfuncties (p-waarde .54), minder functies / inkrimpingen (p-waarde .52), hogere eisen aan het personeel en meer verantwoordelijkheid/zelfstandigheid (p-waarde .32), andere marktstrategie en werkwijze (p-waarde .70) en de bedrijfsstructuur (p-waarde .30).

Eén derde van alle verzelfstandigde bedrijven uit het NIB-onderzoek rapporteert een daling van de personeelsomvang. Hiervan komt 62,5% voor rekening van de IBO's. 17 van de 20 IBO's brengen het personeelsbestand omlaag of houden het gelijk. De Spearman Test (Siegel 1956, p.202) wijst dan ook op een negatief verband tussen IBO's en personeelsomvang (p-waarde .02).

6.6.5 Flexibiliteit

Wij vonden zowel voor de flexibiliteit naar buiten als naar binnen en de verbeterde economische prestaties voor IBO-ondernemingen hoge p-waarden. Namelijk een p-waarde .60 voor de flexibiliteit naar buiten en een p-waarde van .50 voor de flexibiliteit naar binnen. Dit houdt in dat wij voor de directieteams van IBO's geen associatief verband kunnen leggen tussen beide vormen van flexibiliteit en de verbeterde economische prestaties.

6.6.6 Motivatie

Aangezien 85% van de respondenten van de afgesplitste IBO's én zeer gunstig over de motivatie van het management oordeelt én betere economische prestaties realiseert vergeleken met voor de verzelfstandiging, ligt de conclusie voor de hand dat de directies van de IBO's in het algemeen tevreden zijn met de economische prestaties na afsplitsing. De vraag is of toegenomen motivatie van het management samengaat met verbeterde economische prestaties. Voor de IBO's zijn wij nagegaan of tussen de motivatie in alle geledingen van het bedrijf en de economische prestatie een mogelijke samenhang zou kunnen bestaan. Wij komen tot de volgende bevindingen.

Uit de NIB-studie blijkt dat bij 16 van de 19 IBO-ondernemingen (84%) de motivatie van het management na een IBO toeneemt. In 2 gevallen blijft deze gelijk, terwijl er 1 keer een afname wordt gerapporteerd. De gelijk gebleven motivatie interpreteren wij in ons onderzoek als een afname, dus als een negatieve uitkomst, omdat wij een hogere motivatie na een afsplitsing verwachten. Op grond van statistische bewerking van de onderzoeksgegevens kan geen significant verband worden gelegd tussen toegenomen motivatie bij het management en de door hen gerapporteerde economische prestatieverbetering. 1 directieteam geeft ondanks teruggelopen economische prestaties toch een toename op van de motivatie en 2 melden afgenomen motivatie bij verbeterde

economische prestaties (p-waarde .70). Voor de andere geledingen als de verkoopstaf (p-waarde .48) en de administratieve staf (p-waarde .38), de technici (p-waarde .26) en de 'werkvloer' (p-waarde .37), kon eveneens geen significante samenhang worden gevonden tussen motivatie en verbeterde economische prestaties.

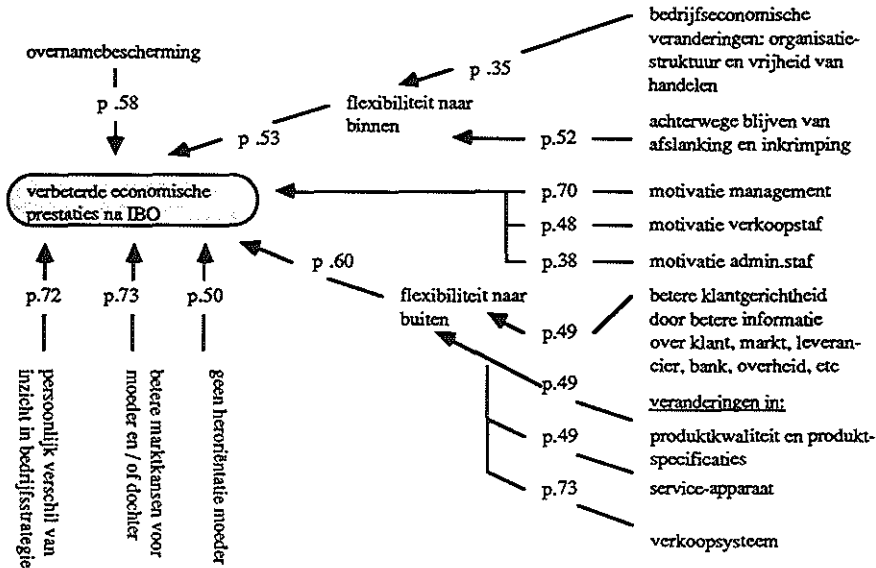
6.6.7 Overnamebescherming

Volgens de test kunnen we bij de IBO's geen significant associatief verband leggen tussen *overnamebescherming* en betere economische prestaties (p-waarde .58) na afsplitsing. Betrekken wij de *houding* ten opzichte van overname van het management van economisch succesvolle IBO's hierbij, dan staat 1 op de 4 directieteam positief tegenover overname (p-waarde .65), hetgeen consistent is met de constatering dat beschermingsmaatregelen veelal ontbreken bij deze categorie verzelfstandigingen.

6.6.8 Redenen voor een IBO

Voor geen enkele reden om te verzelfstandigen via een IBO kon een significante relatie worden gelegd met de behaalde betere economische prestaties na afsplitsing. Slechts 2 directieteam van de IBO's gaven als reden voor afsplitsing op persoonlijk verschil van inzicht in de te voeren bedrijfsstrategie (p-waarde .72). Van de 17 economische succesvolle IBO's gaven 8 strategische heroriëntatie (p-waarde .50) op als reden voor verzelfstandiging, 9 keer werd een andere reden voor afsplitsing genoemd. Het aantal malen dat het krijgen van betere marktkansen voor moeder en dochter samenhang met verbeterde economische prestaties bedroeg 6, terwijl het 11 keer een andere combinatie betrof.

Op grond van onze test concluderen wij dat de onderzochte factoren onafhankelijk zijn van de economische prestaties na afsplitsing. Met andere woorden zij bevestigen de nulhypothese. Dit in tegenstelling tot de testresultaten van de MBO's. Hieronder vatten wij in figuur 6.2 schematisch onze bevindingen samen van de testresultaten voor de IBO's. Voor de kruistabellen verwijzen wij naar de bijlage van hoofdstuk 6.



Figuur 6.2: Associatieve samenhang bij succesvolle IBO's

6.7 Verklaring van de verschillen tussen MBO's en IBO's

Bij de bespreking van de verschillen tussen beide categorieën verzelfstandigingen houden wij zoveel mogelijk de indeling van de vorige paragrafen aan. Echter, gezien de onderlinge verwantschap tussen de belangrijkste bedrijfseconomische en organisatorische veranderingen, alsmede de overlap met de door de respondenten verstrekte toelichting op de flexibiliteit naar buiten respectievelijk naar binnen, behandelen wij deze gezamenlijk.

6.7.1 Opzetten nieuwe diensten

1 op de 10 MBO's zet geen nieuwe diensten op. Bij de IBO's is deze verhouding 1 op 4. MBO's zetten dus vaker nieuwe diensten op dan de IBO's. Dit betreffen vooral juridische zaken, bedrijfsverzekeringen, administratie en financieringsadviezen. Hieruit zouden wij kunnen concluderen dat insiders (zoals uitkoppeldemanagers) beter dan outsiders (zoals beleggers) weten aan welke nieuwe diensten behoefte bestaat. Afgaand op de testresultaten kunnen wij geen significante samenhang associëren tussen het opzetten van deze diensten en de verbeterde economische prestaties na afsplitsing. Noch voor het totaal noch voor bepaalde diensten afzonderlijk.

6.7.2 Veranderingen in marketing-instrumenten

Onze bevindingen staan geen associatie toe tussen de verbeterde economische prestaties en alle aangebrachte veranderingen in de marketing-instrumenten. Dit geldt zowel voor de MBO's als de IBO's. Relateren wij echter specifieke veranderingen in marketing-instrumenten aan de verbeterde economische prestaties, dan ontstaat een ander beeld. De antwoorden van de MBO-directieleden blijken op dit terrein toch van die van de IBO-directieleden te verschillen. Zo blijken de bij het verkoopsysteem van MBO's aangebrachte veranderingen significant in verband te worden gebracht met de verbeterde economische prestaties ($p = .05$). Statistisch niet significant, doch wel interessant voor verder onderzoek zijn de bevindingen voor de veranderingen die na een MBO worden aangebracht in het service-apparaat ($p = .07$) alsmede de produktspecificaties en de produktkwaliteit ($p = .10$) waaronder wordt geleverd.

Voorlopige verklaring

Succesvolle MBO's en IBO's verschillen in de frequentie van het opzetten van nieuwe diensten en in de veranderingen aangebracht bij specifieke marketing-instrumenten. Volgens ons zou als (voorlopige) verklaring hiervoor kunnen worden aangevoerd dat de directeur/eigenaar als (mede)aandeelhouder een groter financieel risico loopt dan de directeur van een IBO-onderneming. In feite investeert hij in projecten met een voor hem hoger financieel risico dan de directeur van een IBO-onderneming. Hogere risico's rechtvaardigen nu eenmaal grotere winsten. Daarom moet hij wel creatiever en effectiever zijn in het bedenken en toepassen van maatregelen ter verbetering van de marketing en de opzet van nieuwe diensten dan het management van een IBO. Hij wordt hiertoe als het ware uitgedaagd. Hiermede beweren wij niet dat MBO's succesvoller zijn dan IBO's.

Een andere voorlopige verklaring kan zijn dat het uitkopend management een beter inzicht heeft in wat de uitgekochte onderneming nodig heeft dan de (externe) beleggers.

Hieronder gaan wij na of nog meer bevindingen deze voorlopige verklaring ondersteunen. Aangezien in de onderzoeksrapportage de bedrijfseconomische en organisatorische veranderingen door de respondenten mede als verklaring voor de vergroting van de flexibiliteit naar binnen en naar buiten wordt gebruikt, presenteren wij de bevindingen niet afzonderlijk maar gecombineerd met de bevindingen inzake de factor flexibiliteit.

6.7.3 Flexibiliteit en economische prestaties

Onderzoek onder 29 MBO's wijst uit dat grotere flexibiliteit naar binnen en naar buiten

samengaat met verbeterde economische prestaties. Deze uitkomst staat in scherp contrast tot wat wij bij de 20 IBO's aantreffen. Blijkens onze test kunnen we de verbeterde economische prestaties van MBO's in verband brengen met de toegenomen interne en externe flexibiliteit. Ons inziens associëren de managers van IBO's de interne en externe flexibiliteit en de maatregelen die verhoging ervan beogen minder sterk met de verbeterde economische prestaties dan hun MBO collega's. Bij de laatstgenoemden komt dit tot uiting in veranderingen aangebracht in de organisatiestructuur en de vrijheidsgraden voor het management en personeel en niet door inkrimping en/of afslanking.

Andere opvallende veranderingen betreffen de klantgerichtheid van het verzelfstandigd bedrijf. Deze resultaten zijn naar onze mening consistent met de nieuwe accenten die worden gelegd op produktkwaliteit en produktspecificaties waaronder geleverd wordt, het service-apparaat en het verkoopsysteem na een MBO.

De in 6.7.2 gegeven verklaring dat het management als (mede)aandeelhouder meer in riskante projecten investeert dan het management van een IBO-onderneming, zou door de hierboven genoemde verschillen in maatregelen ter vergroting van de flexibiliteit versterkt kunnen worden. Uit oogpunt van het na een MBO toegenomen zakelijk belang bij de economische prestaties van de MBO moet het wel effectiever zijn in de maatregelen ter vergroting van de interne en externe flexibiliteit dan het management van een IBO. Het zal eerder geneigd zijn meer maatregelen te nemen om die interne en externe flexibiliteit te vergroten dan het management na een IBO.

Een alternatieve verklaring dat de ondernemingen voor de IBO al flexibel genoeg waren en de veranderingen die de directies van MBO's aanbrengen niet nodig hebben, ligt minder voor de hand. Zowel IBO's als MBO's zijn ontvlechtingen uit concerns die te maken hebben met de zelfde beperkingen voortkomend uit vergelijkbare richtlijnen voor de verhouding moeder-dochter.

Omdat de bevindingen met betrekking tot de relatie flexibiliteit en verbeterde economische prestaties consistent zijn met de voorlopige verklaring waarom er meer diensten worden opgezet en andere accenten in sommige marketing-instrumenten worden aangebracht versterkt, trekken wij op grond van de testresultaten de volgende conclusie:

1. *De managers/eigenaren spelen met hun personeel en organisatie (flexibiliteit naar binnen) beter in op de wensen van de klant (flexibiliteit naar buiten) dan vóór de MBO. Er kan voor MBO's een significante samenhang aangetoond worden tussen toegenomen economische prestaties na afsplitsing en beide typen flexibiliteit.*

Of het effectiever inspelen met de organisatie en het personeel op de marktsituatie na de MBO uiteindelijk meer opbrengt dan bij een IBO, is een vraag die wij op grond van de gegevens uit het NIB-onderzoek niet kunnen beantwoorden.

Wij denken dat door de test uitzicht is gecreëerd op een empirische basis voor waardecreatie door interventies van het uitkopende management. Anders zouden alle

voorgaande vragen waarin een relatie wordt gezocht met verbeterde economische prestatie de nul-hypothese hebben moeten bevestigen. Daarvoor hebben wij bij de economisch succesvolle MBO's geen aanleiding gevonden.

Voegen wij aan bovenstaande conclusie, omtrent de geassocieerde samenhang bij MBO's tussen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties, de resultaten toe van ons onderzoek uit hoofdstuk 5, namelijk dat de financiële ratio's van de groep grote MBO's significant hoger zijn dan de branchegemiddelden, dan kunnen wij de eerstgenoemde conclusie nader aanscherpen. Deze luidt dan:

2. De betere economische prestaties van MBO-ondernemingen vergeleken met branchegemiddelden worden kennelijk niet veroorzaakt door branche-invloeden, maar veeleer door factoren die de flexibiliteit naar buiten en naar binnen bepalen. Hierop zien de managers/eigenaren zich zelf veel invloed uitoefenen.

Nu zouden wij hier tegen in kunnen brengen dat managers vanzelfsprekend de betere economische prestaties aan zich zelf toeschrijven. Indien dit zo is ligt het voor de hand te veronderstellen dat de directieleden van de IBO's dit ook zullen doen. De uitkomst van onze statistische analyse wijst hier echter niet op, zodat wij aan de invloed van dit verschijnsel op de resultaten van dit onderzoek geen grote betekenis toekennen. Zie in dit verband eveneens 6.1.

6.7.4 Organisatorische veranderingen

Onze bevindingen met betrekking tot inkrimping en afslanking uit het NIB-onderzoek bestrijden de mening van Sliepenbeek (1988b) dat de MBO's uitsluitend hieraan hun faam van toegenomen economische prestaties te danken zouden hebben. Uit nadere analyse van het onderzoeksmateriaal uit de NIB-studie blijkt dat er zelfs sprake is van een, zij het net niet significante, negatieve associatie tussen inkrimping c.q. afslanking en verbeterde economische prestaties na een MBO ($p = .11$). Consistent hiermee is het feit dat slechts 6 van de 29 MBO's (circa 20%) het personeelsbestand na de MBO omlaag hebben gebracht in vergelijking tot voor de afsplitsing.

De bewering van Sliepenbeek lijkt daarentegen op te gaan voor de IBO's. Van alle verzelfstandigde bedrijven uit het NIB-onderzoek rapporteert eenderde een daling van de personeelsomvang. Hiervan komt 62,5% voor rekening van de IBO's. 17 van de 20 IBO's brengen het personeelsbestand omlaag of houden het gelijk. De Spearman Test (Siegel 1956, p.202) wijst dan ook op een negatief verband tussen IBO's en personeelsomvang (p -waarde .02).

De termijn waarover MBO's betere economische resultaten melden en de rol die de aangebrachte veranderingen volgens de respondenten in dit verband spelen, doet

vermoeden dat er naast bronnen voor drastische kostenbeperkingen die onmiddellijk resultaat opleveren, zoals het geval is bij inkrimping en afslanking, zeker ook bronnen voor produktiviteits- en efficiëntieverbeteringen (zie figuur 6.1 de flexibiliteit naar binnen en naar buiten) op korte en middellange termijn worden aangeboord. Deze laatste conclusie is in overeenstemming met de onderzoeksresultaten uit hoofdstuk 5 betreffende de voor meer jaren achtereen geldende hogere waarden van de financiële ratio's van (grote) MBO-ondernemingen vergeleken met branchegemiddelden.

De mening van Sliepenbeek (1988a, p.7) dat MBO's meestal het eind van een 'turnaround' inluiden, kan op grond van onze empirische bevindingen niet worden gestaafd. Wij concluderen derhalve, dat:

3. *Er veeleer sprake zal zijn van een tweetal situaties van waardecreatie. Eén die onmiddellijk resultaatverbetering oplevert, bijvoorbeeld als gevolg van afslanking of inkrimping en één, zoals in figuur 6.1 weergegeven, die binnen een termijn van circa één jaar vruchten afwerpt als gevolg van de verbeterde flexibiliteit naar binnen en naar buiten. Deze bron van waardecreatie blijkt op grond van ons onderzoek van groter belang dan het effect van sanering en inkrimping op de bedrijfsresultaten.*

6.7.5 Overnamebescherming

Op de vraag of het management het bedrijf na de uitkoop beschermt tegen overname valt een opmerkelijk verschil te constateren tussen IBO's en MBO's. Bij de IBO's is er namelijk geen sprake van een significant verband tussen *overnamebescherming* en betere economische prestaties, terwijl dit wel het geval is bij de MBO's. Vooral de economisch succesvolle MBO's bewapenen zich tegen overname zoals uit het onderzoek blijkt.

Betrekken wij de houding van het uitkopend management ten opzichte van overname in bovenstaande constatering, dan valt op dat slechts 1 op de 11 uitkopende directieteam positief staat tegenover overname. Bij de IBO's is deze verhouding 1 op 3. Het uitkopend management staat dus negatiever tegenover een eventuele overname dan het management van een onderneming na een IBO.

Een voor de hand liggende verklaring hiervoor kan volgens ons gevonden worden in de wens van het uitkopend management om zelfstandig te (blijven) opereren. De prikkel van het eigen belang is kennelijk sterk genoeg om tot betere economische resultaten te komen na een MBO. De kans om overgenomen te worden in geval het management geen goede economische resultaten behaalt, vormt in deze situatie volgens ons geen extra prestatieprikkel. Die wens om zelfstandig te opereren is bij de MBO logischerwijs ook groter dan bij de IBO's, vanwege substantiële deelname in het aandelenkapitaal.

Op een van tevoren verkende manier, die door financiers vaak meer dan één keer op haalbaarheid is gecontroleerd, is uitgestippeld hoe de uitkopende directieleden binnen een bepaalde tijd een bepaald percentage rendement op het vermogen van de betrokken

onderneming kunnen behalen. De uitdaging om dit op basis van zelfstandigheid te bereiken, zou bij een verkoop aan derden echter weer snel verdwijnen.

Vaak staat en valt de toekomst van het verzelfstandigde bedrijf met het aanblijven van de directie. Banken maar ook de afstotende moederbedrijven scheppen om diverse redenen extra zekerheid om de continuïteit van het verzelfstandigde bedrijf te waarborgen door de verhandelbaarheid van aandelen door de managers/eigenaren tijdelijk te beperken. Wellicht dat hiermee de overnamebescherming bij MBO's verklaard kan worden. Waarom zouden de uitkopende managers het bedrijf immers beschermen tegen een vijandelijke overname als de waarde al voor de MBO is gecreëerd? Zij zouden er immers in dat geval beter aan doen de beschermingsmaatregelen achterwege te laten. Bovendien als aandeelhouder heeft de manager/eigenaar er belang bij dat die bescherming niet te lang duurt en dat hij zijn aandelen kan verkopen. Gegeven onze bevindingen schijnt de directeur/eigenaar direct na de uitkoop een overname door een ander bedrijf niet opportuun te vinden.

Een andere reden waarom MBO's zijn beschermd tegen overname, kan gelegen zijn in de eventuele werkgelegenheidsgaranties voor het personeel die het uitkopende management met de verkopende moeder bij de koop is overeengekomen. Uit de NIB-data kan voor dit argument geen steun worden afgeleid. Daarom trekken wij de volgende conclusie:

- 4. De directieleden van economisch succesvolle MBO's hechten meer aan zelfstandigheid van de eigen positie dan het IBO-management, vanwege hun substantiële deelname in het aandelenkapitaal. Zij hebben de prikkel van een overname om efficiënt te werken kennelijk niet nodig. Banken en voormalige moederbedrijven zijn er bij gebaat dat het uitkopend management niet bij de eerste de beste tegenwind de onderneming verlaat. Daarom zijn MBO's meer beschermd tegen overname dan IBO's en staat het uitkopend management negatiever tegenover overname dan het management van een IBO. Bij de IBO's wordt door de beleggers nadrukkelijk rekening gehouden met de mogelijkheid van een overname.*

6.7.6 Redenen voor verzelfstandiging

Slechts twee van de vele redenen die managers opgeven voor de afsplitsing uit het concern blijken een goede scheidingsindicator op te leveren voor economisch succesvol opereren na een MBO. De eerste is het persoonlijk verschil van inzicht over de te voeren bedrijfspolitiek. Deze uitkomst werd niet gevonden bij IBO's. De kans op economisch succesvol functioneren na een MBO voor een onderneming is significant groter, als voor de MBO als reden wordt opgegeven dat de uitkopende managers persoonlijk van mening verschillen over de te voeren bedrijfspolitiek met het concernmanagement. Dit persoonlijk verschil in inzicht ontstaat toen het bedrijf als dochteronderneming door het economisch

leven ging. Het is gebaseerd op een botsing van visies op de markt en de produkten tussen moeder- en dochtermanagement. Hieruit leiden wij af dat de uitkopende directie in staat moet zijn een goede calculatie te maken van de mogelijkheden de onderneming los van het moederbedrijf, voor eigen rekening en risico voort te zetten.

Een tweede reden die de kans op succesvol economisch functioneren na afsplitsing door middel van een MBO kennelijk verhoogt, is het krijgen van betere marktkansen voor moeder en/of dochter. Ook hier wijken de onderzoeksuitkomsten voor de IBO's af van de MBO's.

Ook voor deze verschillen schuilt wellicht de verklaring in het feit dat bij MBO's in tegenstelling tot IBO's de directie substantieel participeert in het eigen vermogen van de onderneming. Hij zal zijn prognoses dubbel willen laten verifiëren op haalbaarheid en risico. Wij trekken daarom de volgende conclusie dat:

5. *Het uitkopend management is uit hoofde van een combinatie van leidinggeven en (mede)eigendom in staat een goede berekening te maken van de mogelijkheden en bedreigingen om de onderneming zelfstandig, los van het moederbedrijf voor eigen rekening en risico voort te zetten.*

6.8 Flexibiliteit als bepalende factor: enkele conclusies

Op grond van de Fisher Exact Probability Test hebben wij de integrale onderzoeksgegevens uit het NIB-onderzoek (1985) opnieuw geanalyseerd voor twee onafhankelijk van elkaar gekozen groepen van verzelfstandigde ondernemingen, namelijk 29 MBO's en 20 IBO's. De scores van de twee groepen MBO's, succesvolle en niet-succesvolle, alsmede de scores van twee groepen IBO's, eveneens succesvolle en niet-succesvolle, zijn ondergebracht in twee elkaar wederzijds uitsluitende klassen van factoren. Zie de 2 x 2 tabellen in de bijlage behorend bij dit hoofdstuk. De test bepaalt of de groepen ondernemingen verschillen vertonen in de mate waarin zij op bepaalde factoren scoren. Met behulp van de testuitkomsten waarvoor p-waarden <0.05 gelden, zijn wij nagegaan of voor de economisch succesvolle MBO's een significant verband kan worden gelegd tussen factoren die de flexibiliteit naar binnen en naar buiten bepalen en de opgetreden economische prestatieverbetering na de afsplitsing (zie figuur 6.1). Tevens is aandacht besteed aan andere factoren die samenhangen met de verbeterde economische prestaties na een MBO zoals de redenen voor afsplitsing, de motivatie van de uitkopende managers, alsmede hun houding tegenover overname. Deze test is ook uitgevoerd voor de controlegroep ondernemingen om na te gaan of de gevonden factoren specifiek zijn voor onze doelgroep ondernemingen, de divisionele MBO's. Dit onderzoek levert de volgende conclusies op:

1. Wij zijn er in geslaagd bij economisch succesvolle MBO's een groep samenhangende factoren te identificeren waarvan een positief effect wordt verwacht op de economische prestatieverbetering na MBO. De belangrijkste zijn de flexibiliteit naar buiten en de flexibiliteit naar binnen. Daarnaast vonden wij een positief associatief verband tussen zowel economische prestatieverbetering en overnamebescherming als tussen economische prestatieverbetering en persoonlijk verschil van inzicht in de bedrijfsstrategie. Succesvolle MBO's onderscheiden zich voor wat betreft deze samenhang van de groep minder succesvolle.
2. De directieleden van economisch succesvolle MBO's zien zichzelf veel invloed uitoefenen op de factoren die de flexibiliteit naar binnen en naar buiten vergroten. Flexibiliteit naar binnen omvat met name bedrijfseconomische veranderingen tot uitdrukking komend in aanpassingen in de organisatiestructuur en de vrijheid van handelen. Flexibiliteit naar buiten behelst met name maatregelen die de marktgerichtheid van een bedrijf vergroten, zoals aanpassingen in het verkoopsysteem en de te hanteren informatie over klanten, markten, overheid, banken, etc. Beide factoren hangen met elkaar samen en overlappen elkaar. Hiermee trachten wij een empirische basis te leggen voor de door ons op te stellen additionele verklaring van de verbeterde economische prestaties na een MBO.
3. Voor economisch succesvolle IBO's kan een dergelijke samenhang ten opzichte van de minder succesvolle IBO's niet worden gesignaleerd.
4. Uit de vergelijking van de samenhangen uit de figuren 6.1 en 6.2 leiden wij af dat de MBO-managers significant vaker maatregelen treffen ter verbetering van de interne en externe flexibiliteit en dat de gevonden samenhang specifiek is voor deze groep ondernemingen. Als verklaring hiervoor voeren wij aan dat in tegenstelling tot bij de controlegroep bij de MBO's wel sprake is van een substantiële persoonlijke deelname van de directie in het aandelenkapitaal. Substantiële deelname in het eigen vermogen is riskanter dan geen deelname vandaar dat zij eraan hechten flexibiliteitsverhogende maatregelen te nemen om de risico's te beheersen. Daarom concluderen wij dat er een causaal verband bestaat tussen de nieuwe beloningsprikkel van het aandelenbezit voor het uitkopend management en de interventies om de economische prestaties te verhogen.
5. Voor succesvolle MBO's uit het NIB-onderzoek zijn afslankingen en inkrimpingen voornamelijk afwezig. Het tijdsverloop tussen het moment van de verzelfstandiging en het bereiken van betere economische prestaties, wijst op twee bronnen van waardecreatie, namelijk een onbelangrijke bron van afslanking en inkrimping en een belangrijke bron veroorzaakt door de toegenomen flexibiliteit naar binnen en naar buiten van het betrokken bedrijf.

6. De verklaring voor de gehanteerde beschermingsmaatregelen en de doorgaans negatieve houding tegenover overname bij MBO's, zoeken wij in het op eigen kracht willen bereiken van de voorgenomen doelstellingen van de onderneming. De uitkopende directieleden kunnen blijkbaar de prikkel van een overname missen om na verzelfstandiging efficiënter te werken dan er voor, omdat de directieleden met privé-middelen substantieel deelnemen in het eigen vermogen van hun bedrijf. Het realiseren van de ondernemingsdoelstellingen ligt daarmee in het verlengde van de eigen lotsbestemming en de prestatiedrang van de manager/eigenaar.
7. Persoonlijk verschil van inzicht in de te voeren bedrijfspolitiek tussen het uitkopend management en het management van het moederbedrijf alsmede het percipiëren van betere marktkansen voor het uit te kopen bedrijf, vormen voor MBO's de beste redenen voor een economisch succesvolle verzelfstandiging. De uitkopende manager tracht hiermee aan te tonen de ondernemingsstrategie te beheersen.
8. Het NIB-onderzoek heeft voornamelijk betrekking heeft op de verzelfstandigingen uit de periode 1980-1984. In deze periode komen relatief vaker defensieve MBO's voor dan offensieve, die in de tweede helft van de jaren tachtig in de meerderheid zijn. Toch zijn de resultaten ons inziens zowel op de defensieve als de offensieve MBO's van toepassing. Ten eerste zijn de offensieve MBO's volgens de NIB-data na afsplitsing niet significant vaker economisch succesvol dan defensieve MBO's en ten tweede brengen zij niet significant vaker veranderingen na afsplitsing aan in hun organisatie dan hun defensieve soortgenoten.
- In overeenstemming hiermee is onze bevinding uit het eerste deel van ons onderzoek (het jaarverslagenonderzoek) dat defensieve ten opzichte van offensieve MBO's niet significant vaker betere economische prestaties tonen dan de branchegemiddelden. Beide groepen MBO's tezamen presteren economisch gezien significant beter dan het branchegemiddelde.
9. Verder valt op dat in het tweede deel van ons empirisch onderzoek de MBO's uit de industriële bedrijven overheersen (42x) en die uit de zakelijke dienstverlening ondervertegenwoordigd zijn (7x). Of hierdoor de onderzoeksresultaten minder op MBO's uit de zakelijke dienstverlening van toepassing zijn, wagen wij te betwijfelen. Dit lichten wij hieronder toe.
- Aangezien in de zakelijke dienstverlening de nodige activa voor zekerheidstelling in omvang beperkter is dan bij industriële bedrijven, is het denkbaar dat de MBO's in deze sector gepaard gaan met relatief meer vreemd vermogen (cashflow krediet) dan de MBO's uit de industrie. Dit vergroot volgens ons de druk op het uitkopend management en personeel om nog creatiever naar manieren te zoeken die de benodigde cashflow opleveren. Hierdoor verwachten wij bij economisch succesvolle MBO's uit de zakelijke dienstverlening eerder bevestigingen dan afwijzingen van het door ons aangetoonde associatieve verband tussen toegenomen flexibiliteit naar binnen en naar

buiten en de verbeterde economische prestaties.

10. Wij hebben geen gegevens bij hoeveel MBO's de schulden door de moeder zijn kwijt gescholden. Het is bekend dat dit gebeurd is bij de 'uitgevaren' dochters uit concerns als OGEM en RSV. Daarnaast zijn sommige MBO's voor een prijs ver onder de boekwaarde, zoniet om niet, aan het zittende management verkocht. Wij kunnen helaas niet nagaan voor welke MBO's, omdat het NIB-onderzoek de anonimiteit van de onderzochte bedrijven terecht garandeert. Echter, als er sprake van zou zijn dat de lage prijs en de schuldenvrije start de toegenomen economische prestaties na de MBO alleen zouden verklaren, dan zouden wij niet in staat zijn geweest een associatieve samenhang te formuleren tussen verbeterde economische prestaties en toegenomen flexibiliteit naar binnen en naar buiten die verder reikt dan de toegenomen financiële speelruimte.
11. De door ons bij de succesvolle MBO's aangetroffen associatieve samenhang tussen flexibiliteit en economische prestatieverbetering benadrukt ons inziens vooral de operationele, organisatorische en strategische voorwaarden waaronder het bedrijf na de uitkoop tot bloei komt. Factoren als het verschil van mening over de te voeren bedrijfsstrategie tussen moeder en dochtermanagement, het percipiëren van betere marktkansen, het treffen van beschermingsmaatregelen tegen overname en het vergroten van de flexibiliteit naar buiten, wijzen op het bestaan van strategische condities. Voor wat betreft de eerste twee genoemde voorwaarden leiden wij dit af uit de factoren die de flexibiliteit naar buiten en naar binnen verbeteren. Door deze voorwaarden in samenhang met de economische prestaties van de MBO-onderneming te beschouwen, ontstaat een vollediger en dus nauwkeuriger inzicht in de totstandkoming van economische prestaties van een onderneming na een MBO. Teneinde in analytische zin hierin meer inzicht te krijgen, d.w.z. in concrete oorzaak en gevolg-ketens tussen maatregelen ter vergroting van de flexibiliteit naar binnen en naar buiten en de verbeterde economische prestaties na een MBO, voeren wij een drietal case-studies uit. Voor een integrale weergave hiervan wordt de lezer verwezen naar de bijlage van hoofdstuk 8. Na een uiteenzetting over de onderzoeksopzet in hoofdstuk 7 waarin het begrip flexibiliteit naar binnen en naar buiten nader wordt uitgewerkt, presenteren wij in hoofdstuk 8 de resultaten van deze case-studies. Dit betreft een analyse van de factoren die managers meer en minder belangrijk vinden als verklarende factor voor de betere economische prestaties. Wij geven daarbij aan of zij in hun beoordeling op een lijn zitten met de bij de uitkoop betrokken financier(s). Doel van dit hoofdstuk is de vorming van hypothesen ter toetsing van de samenhang tussen flexibiliteit en economische prestaties.

In hoofdstuk 9 doen wij een suggestie voor verder onderzoek naar de gevolgen van de toegenomen flexibiliteit voor de agency-relatie tussen uitkopend management en

personeel. Met behulp van de agency-theorie analyseren wij een deel van de bevindingen uit onze case-studies en trachten wij na te gaan hoe de agency-relatie tussen het uitkopend management en personeel wordt beïnvloed door de met de MBO gepaard gaande veranderingen. Deze exercitie leidt ons inziens tot meer inzicht in de agency-relatie tussen uitkopend management en personeel als verklaringsbron voor de betere 'performance' na een MBO.

7 Onderzoeksopzet case-studies

7.1 Inleiding

De statistische toetsing uit het vorige hoofdstuk leverde specifiek voor economisch succesvolle MBO's significante associaties van verbanden op tussen toegenomen flexibiliteit naar buiten respectievelijk naar binnen en de verbeterde economische prestaties. Wij denken dat deze factoren belangrijk zijn in de optiek van het uitkopend management. Op welke wijze deze factoren in concrete bedrijfssituaties de economische prestaties na een MBO beïnvloeden, onttrekt zich tot nu toe aan onze waarneming. Terwijl deze waarnemingen ons inziens inzicht verschaffen hoe aan de uitdaging van het ondernemen en besturen van de organisatie na de MBO in een later stadium adequaat gestalte kan worden gegeven.

Het doel van dit hoofdstuk is de presentatie van de onderzoeksopzet, waarmee het geteste associatieve verband tussen toegenomen *flexibiliteit* en verbeterde *economische prestaties* verder is uitgediept. Op basis van de resultaten zal een aantal toetsbare hypothesen worden opgesteld. Wij hebben gekozen voor case-studies. Via deze case-studies willen wij er achter komen wat de nieuwe managers/eigenaren doen om de flexibiliteit van het bedrijf naar binnen en naar buiten te vergroten. Wij gaan daarbij tegelijkertijd na of de bij de MBO betrokken financiers het eens zijn met de verklaringen van het uitkopend management.

In 7.2 beschrijven wij de exploratief, toetsende aard van het onderzoek en het type onderzoek waarvoor wij gekozen hebben, namelijk case-studies. In 7.3 presenteren wij de bouwstenen voor het onderzoek. De resultaten van het literatuuronderzoek en de gevonden samenhang tussen flexibiliteit en economische prestaties geven de richting aan voor de verzameling van de gegevens voor de case-studies. De case-studies trachten wij op de resultaten van de NIB-studie aan te laten sluiten. Daarom gaan wij in 7.3.1 na of de betekenis die de respondenten uit het NIB-onderzoek aan flexibiliteit naar binnen en naar buiten toekennen, overeenkomt met een in de literatuur over organisatie-ontwerp gehanteerde indeling. Bij Ansoff en Brandenburg (1969) treffen wij een indeling aan die wij voor verdere uitwerking van de samenhang gebruiken. De indeling bestaat uit drie typen flexibiliteit, namelijk operationele, structurele en strategische flexibiliteit. Wij beperken ons tot een selectie van componenten die hierop van invloed is, namelijk waarden (beloning), organisatiestructuur, besluitvorming en produkt-markt combinaties.

In 7.4 zetten wij uiteen welke onderzoeksvragen wij voor de case-studies hebben gebruikt om de relatie tussen toegenomen flexibiliteit en economische prestaties te beschrijven. Aan het eind van deze paragraaf vatten wij de onderzoeksopzet beknopt samen. In 7.5 komt de onderzoeksmethode aan de orde, d.w.z. de wijze waarop de case-studies zijn uitgevoerd

en besteden we aandacht aan de selectie van de drie bedrijven. Tenslotte introduceren wij in 7.6 in het kort de bedrijven waarbij de case-studies zijn uitgevoerd.

7.2 Aard van het onderzoek

Door de statistische bewerking van de onderzoeksgegevens uit de NIB-studie is het exploratieve karakter van dat onderzoek nadrukkelijker naar voren gehaald. We hebben een algemeen geldend beeld opgebouwd over de samenhang tussen door het uitkopend management naar voren gebrachte factoren en de toegenomen economische prestaties van ondernemingen na een MBO. Dit is gebeurd over een relatief breed terrein (zie 6.4 voor de mogelijk verklarende factoren) en in allerlei uiteenlopende gevallen (zowel defensieve als offensieve MBO's), maar wel binnen de categorie MBO's waarop deze studie betrekking heeft, namelijk divisionele MBO's. De ideeën die op grond van de feitelijke bevindingen zijn ontstaan, hebben onze belangstelling voor verder onderzoek naar de gevonden samenhang versterkt, ook al omdat er aan de gevolgen van de MBO voor de flexibiliteit van de organisatie tot nu toe in de literatuur weinig aandacht is geschonken. Vertaald naar onderzoekstermen houdt het in dat de richting van het vervolgonderzoek is vastgesteld en dat we de exploratie in de diepte als onderzoekslijn vervolgen en kiezen voor case-studies. De case-studies gebruiken wij als een methode om op meer gedetailleerde wijze de in hoofdstuk 6 getoetste samenhang tussen flexibiliteit en economische prestaties nader uit te diepen. De case-studies vormen als het ware een verlengstuk van het exploratief onderzoek uit hoofdstuk 6 maar zijn tevens te beschouwen als beschrijvend onderzoek. Zij beschrijven de situatie of het proces waarin maatregelen worden genomen om de flexibiliteit naar binnen en naar buiten te verhogen, teneinde de MBO effectief te implementeren. Zo opgevat voert dit deel van ons onderzoek bij economische succesvolle MBO's tevens toetsingen uit van de aangetroffen samenhang tussen flexibiliteit en economische prestaties. Beschrijvend onderzoek is onderzoek naar een verschijnsel dat volgens Van der Zwaan (1990, p.43) vanuit een bepaald theoretische vertrekpunt wordt verricht. In ons geval onderzoeken wij de oorzaken voor de toegenomen flexibiliteit en de daaruit voortvloeiende verbeterde economische prestaties na de MBO. De nadruk ligt op beschrijving van waarnemingen of de de economische prestaties toenemen door maatregelen die als gevolg van de MBO worden genomen. De tijdshorizon die wij daarbij hanteren, bedraagt vier jaar na de MBO.

Samengevat beogen wij met de case-studies enerzijds een toetsing van de samenhang tussen toegenomen flexibiliteit en de verbeterde economische prestaties en anderzijds een nadere formulering van meer toegespitste hypothesen over waardecreatie (door het management) na de MBO. Uit de verkregen resultaten leiden wij tenslotte in 10.3 een conceptueel model af waarmee de prestatieverbetering door managementinterventies verklaard kan worden.

Het gevaar dat Swanborn (1987) bij het verrichten van case-studies signaleert, namelijk

dat geconcentreerde aandacht voor één geval leidt tot het verloren gaan van de mogelijkheid om inzicht te krijgen in bepaalde gemeenschappelijke kenmerken in uiteenlopende gevallen, denken wij te ondervangen door de statistische generalisatie van de geassocieerde samenhang tussen flexibiliteit en economische prestaties uit hoofdstuk 6.

Het gaat ons echter bij de case-studies niet om de statistische toetsing (generalisatie), zoals in de hoofdstukken 5 en 6 voor de betrokken nul-hypothesen het geval was, maar om de generalisatie in analytische zin. Paauwe (1989, p.81) stelt in dit verband, in navolging van Yin (1989, p.43), dat het diepgravend bezig zijn door middel van uitvoerige case-studies juist kan leiden tot een totstandkoming van een meer volledig en exact omschreven conceptueel model. In hoofdstuk 8 worden uit de case-studies testbare hypothesen afgeleid over het verband tussen economische prestatie en flexibiliteit. Deze bevestigen de theorie over waardecreatie. Tenslotte formuleren wij in hoofdstuk 9 een aanzet tot een additioneel conceptueel model waarin de relatie tussen het uitkopend management en het personeel na de MBO centraal staat als mogelijke bron voor de verklaring van de waardecreatie.

7.3 Bouwstenen onderzoek

De case-studies bouwen voort op de resultaten van ons literatuuronderzoek en de getoetste samenhang tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties bij succesvolle MBO's. Beide onderzoeken wijzen voor meer specifieke verklaringen in de richting van waardecreatie. Dit impliceert interventies van het uitkopende management. In ons onderzoek hebben wij de volgende bouwstenen gebruikt:

Ten eerste de gemeenschappelijke uitkomst van de empirische onderzoeken uit hoofdstuk 4 van Kieschnick (1987), Kaplan (1988 en 1989) en Singh (1990). Alle drie de auteurs gebruiken het argument *herstructureren van de activa* (investeren en desinvesteren) en het *verbeteren van de bedrijfsvoering* om de economische prestaties na de MBO te verklaren. De richtinggevende vraag voor onze case-studies die hieruit voortvloeit, is vooral gericht op het operationeel gebeuren in het bedrijf en de strategie ten aanzien van investeren en desinvesteren. Deze formuleren wij als volgt:

1. *Hoe verloopt de herstructurering van de bedrijfsactiva en de verbetering van de bedrijfsvoering in de praktijk na een MBO? Wat doen de nieuwe eigenaren/directeuren hieraan?*

In de tweede plaats maken wij gebruik van de in hoofdstuk 6 getoetste samenhang tussen economische prestatieverbetering en toegenomen flexibiliteit naar binnen en naar buiten. Deze samenhang benadrukt voor wat betreft de flexibiliteit naar binnen met name het

intern organisatorische aspect zoals in de volgende vraag tot uitdrukking is gebracht:

II. Wat doen de uitkopende managers in de praktijk van hun bedrijfsvoering om deze flexibiliteit naar binnen te verbeteren?

De in het kader van het NIB-onderzoek geïnterviewde directieleden verstaan onder flexibiliteit naar binnen: een grotere vrijheid van handelen, kortere interne communicatielijnen, sneller handelen en beslissen, eenvoudiger communiceren, een strakker personeelsbeleid, een beter afgebakende functionele verantwoordelijkheid.

De gevonden statistische samenhang tussen de verbeterde economische prestaties na de MBO en de verbeterde flexibiliteit naar binnen kunnen wij aan de hand van de door de respondenten verstrekte voorbeelden nader toelichten:

- het aanbrengen van functionele disciplines;
- het minder produktiegericht opereren;
- het centraal verrichten van stafwerkzaamheden;
- het verminderen van het uitbesteden;
- het verkorten van communicatiewegen;
- het zelfstandiger opereren van het management en het personeel;
- de sterk verminderde bureaucratie en betutteling van de kant van het voormalige moederbedrijf.

Een derde (complementaire) richtinggevende vraag komt voort uit de geconstateerde samenhang tussen economische prestatieverbetering en de toegenomen flexibiliteit naar buiten.

III. Verandert de gehanteerde strategie na de MBO, zo ja hoe en welke rol speelt dit bij de vergroting van de flexibiliteit naar buiten? Hoe worden betere marktkansen gecreëerd?

De in het kader van het NIB-onderzoek geïnterviewde directieleden verstaan onder flexibiliteit naar buiten: een directer contact met de klant respectievelijk met de leverancier, de financier, de overheid en de vakbond. Hierdoor kunnen zij actiever inspelen op de wensen van de klant en op marktontwikkelingen, hetgeen weer leidt tot een betere klantgerichtheid en samenwerking met de klant en andere participanten.

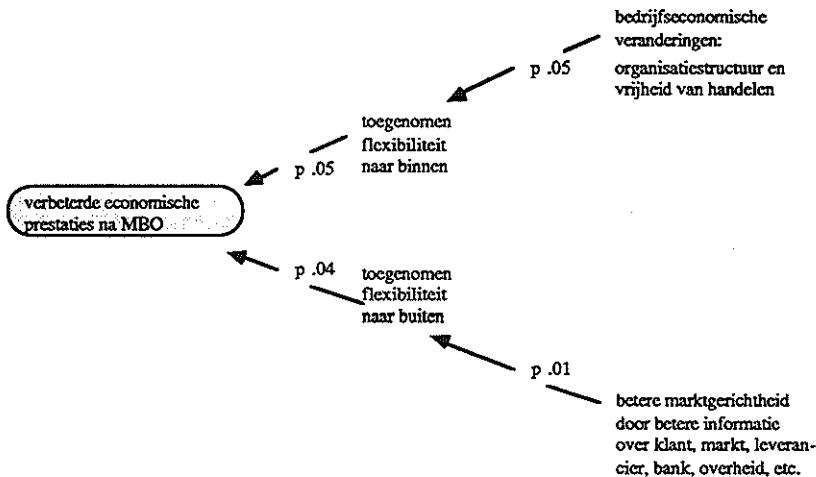
De gevonden statistische samenhang tussen de verbeterde economische prestaties na de MBO en de verbeterde flexibiliteit naar buiten kunnen wij aan de hand van de door de respondenten verstrekte voorbeelden nader toelichten:

- het management en het personeel beschikken na de MBO over meer en betere informatie beschikken om de klanten te benaderen dan voorheen;
- zij opereren vrijer en zijn autonomer in hun beslissingen;

- ontwikkelen een eigen strategie en marketingbeleid;
- en zijn meer branche-minded.

In figuur 7.1 staat de door ons uit het NIB-onderzoek afgeleide associatieve samenhang afgebeeld die wij aan de hand van een drietal case-studies zullen toetsen en verder uitdiepen. Dit laatste ter verkrijging van beter uitgekristalliseerde hypothesen om de gevonden associatieve samenhang te kunnen testen.

Aan de gegevensverzameling besteden wij aandacht in de volgende paragraaf.



Figuur 7.1: Associatieve samenhang tussen flexibiliteit naar binnen en naar buiten en economische prestaties bij succesvolle MBO's

7.3.1 Flexibiliteit

De indeling van flexibiliteit zoals die in het NIB-onderzoek is gebruikt, vertoont overeenkomsten met de indeling van het flexibiliteitsbegrip door Ansoff en Brandenburg (1969). Ansoff en Brandenburg werken het begrip flexibiliteit verder uit aan de hand van drie typen flexibiliteit, namelijk *operationele* flexibiliteit gericht op de bedrijfsvoering, *structurele* flexibiliteit gericht op organisatorische aanpassing en *strategische* flexibiliteit gericht op de aard van de dienstverlening/productieproces.

Beide indelingen hanteren het begrip flexibiliteit in dezelfde betekenis. In de NIB-studie gaat het bij flexibiliteit naar binnen om de besluitvaardigheid en de coördinatie van de hieruit voortvloeiende activiteiten door het management en personeel. Ansoff en Brandenburg maken hierbinnen een onderscheid tussen operationele en structurele flexibiliteit. Het eerste type flexibiliteit benadrukt de efficiëntieverbetering. Hieronder verstaan zij het vermogen van de onderneming om snel en efficiënt veranderingen aan te

kunnen brengen in de omvang van haar produktie/dienstverlening. Dit komt overeen met de in figuur 7.1 aangeduide bedrijfseconomische veranderingen (voor verdere toelichting zie 6.4 ad.a, b en c). Het tweede type flexibiliteit richt de aandacht op het vermogen van de onderneming om de organisatie aan te passen door de communicatie en de besluitvorming te verbeteren. In figuur 7.1 staat dit vermeld onder de bedrijfs-economische aanpassingen als organisatiestructuur en vrijheid van handelen. Deze typen zullen wij in de case-studies nader uitdiepen.

Bij flexibiliteit naar buiten gaat het in de NIB-studie om de keuze van de samenstelling van produkt-markt combinaties en het door betere informatie inspelen op de wensen van de klant c.q. marktontwikkelingen. Ansoff en Brandenburg noemen dit strategische flexibiliteit dat het vermogen van het bedrijf benadrukt om de aard van de relaties met afnemers, leveranciers, klanten etc. te veranderen. In figuur 7.1 wordt hierop gedoeld door de betere markt- en klantgerichtheid om markten aan te boren.

Bovendien hanteren beide benaderingen flexibiliteit als een actief begrip, namelijk als het vermogen van de organisatie om zich aan veranderende omstandigheden aan te passen.

Op grond van bovenstaande toelichting op deze begripsmatige overeenkomsten vinden wij het verantwoord bij ons vervolgonderzoek door middel van case-studies naar de getoetste samenhang tussen flexibiliteit en economische prestaties de indeling van Ansoff en Brandenburg te gebruiken.

Wij beperken ons in de case-studies tot maatregelen die als gevolg van de MBO zijn genomen en die de flexibiliteit verhogen. De maatregelen illustreren achtereenvolgens het beter inspelen op de voor de MBO-onderneming relevante markten en technologie, het vlot kunnen aanpassen van de bedrijfsvoering en de structuur van de organisatie aan de gewijzigde omstandigheden na een MBO. De aanpassing van de beloning tenslotte, nodig om de concernregeling te vervangen door eigen meer op de branche toegespitste regelingen, wordt tevens als instrument door de directie gezien om na de MBO prikkels toe te dienen ter bevordering van het zelfstandig functioneren (een van de centrale waarden na een MBO). Beloning, evenals training, opleiding en werving zien wij als middelen die de toename van flexibiliteit naar binnen en naar buiten vergemakkelijken.

Aan de hand van interviews gaan we na of de genomen maatregelen direct resulteren in betere economische prestaties of dat de onderneming in een betere positie wordt gebracht om succesvol in te spelen op veranderingen.

Ter afbakening van het onderwerp laten wij andere flexibiliteitsbepalende factoren als gebouwen, machines, voorraden, financiële buffers, voorspel- en planningstechnieken en de persoonlijkheid van mensen buiten beschouwing.

Anders geformuleerd, wij onderzoeken bij economisch succesvolle MBO's de *operationele, structurele en strategische* voorwaarden waaronder het betrokken bedrijf na

de uitkoop tot bloei komt. Door de maatregelen voor deze typen van flexibiliteit te identificeren en het effect ervan op de ontwikkeling van economische prestaties van de MBO-onderneming te analyseren, ontstaat ons inziens een vollediger inzicht in oorzaak en gevolg relaties waardoor de economische prestaties van een onderneming na een MBO verbeteren. Aan de ene kant biedt het onderzoek de mogelijkheid de associatieve samenhang te toetsen en de in algemene termen geformuleerde hypothese over waardecreatie nader te verfijnen. Aan de andere kant verschaft het toekomstige uitkopende directieleden en financiers een mogelijkheid zich beter voor te bereiden op de veranderingen die de MBO als strategische verandering met zich meebrengt.

7.4 Onderzoeksvragen

Het effectief implementeren van flexibiliteitsverhogende maatregelen geeft ons inziens weer hoe organisaties op succesvolle wijze omgaan met de strategische verandering die de MBO feitelijk is. Onder effectief implementeren verstaan wij het doorvoeren van veranderingen die bijdragen aan het realiseren van de gewenste resultaten en/of bijdragen aan het in een betere positie brengen van de onderneming om op (on)gewenste ontwikkelingen doelmatig te kunnen reageren.

De organisatie kan na de zelfstandiging niet meer terugvallen op het moederbedrijf en uit de in 7.3 gepresenteerde bouwstenen leiden we af dat het uitkopend management een omvangrijkere taak wacht dan voor de MBO. Het dient na de uitkoop zijn eigen ondernemingsbeleid te ontwikkelen en uit te voeren, zijn relatie ten opzichte van klanten te bepalen, zelf de financiering en investeringen te regelen en zijn eigen bedrijfsvoering en organisatiestructuur te bepalen. Het management van een zelfstandig bedrijf is hieraan gewend. Bij een MBO vormt de integrale formulering en uitvoering van het ondernemingsbeleid de grote uitdaging voor de uitkopende managers. Zij moeten na de MBO naast hun managementtalent tevens hun ondernemerstalent tonen zodat de verschillende typen flexibiliteit voor het bedrijf worden verhoogd.

Dit omvangrijke vraagstuk hoe de uitkopende managers na de MBO hiermee omgaan, trachten wij te onderzoeken door de volgende vragen aan het uitkopend management en enige sleutelfunctionarissen te stellen.

1. Kwam de MBO als een verrassing of heeft u zich hierop kunnen voorbereiden? Wat waren de redenen? Waaraan en wanneer merkte u het voor het eerst dat het bedrijf te koop was? Is direct tot een MBO besloten of zijn eerst alternatieven geprobeerd?
2. Welke onderzoeken vonden plaats om de MBO op haalbaarheid te onderzoeken? Heeft u daarbij adviseurs ingeschakeld? Welke problemen kwam men daarin tegen? Wie had daarbij de leiding, de moedermaatschappij of de dochter? Hoe verliepen de onderhandelingen? Waren er knelpunten, welke en hoe zijn die opgelost? Welke uitgangspunten zijn ten aanzien van de MBO gehanteerd door de moeder en het

dochtermanagement?

De eerste vragen schenken aandacht aan de beeldvorming over en de noodzaak tot een MBO en welke punten eerst tot klaarheid moeten worden gebracht alvorens tot een MBO te besluiten en tot implementatie over te gaan. Daarbij gaan wij specifiek in op de door organisatieadviseurs en accountants gesignaleerde kansen en bedreigingen voor een zelfstandige koers van het bedrijf, alsmede op de gesignaleerde knelpunten en adviezen ter oplossing hiervan. Nodig is informatie over factoren die kritisch is voor de financiële resultaten. Om die factoren op te sporen oriënteren we ons op de externe en interne analyse zoals die in de theorie over strategische beleidsvorming voor ondernemingen wordt behandeld (Ten Holte 1987, p.51-62). Kernvraag daarbij luidt: wat is de externe functie die het bedrijf vervult en hoe is deze afgestemd op het interne takenpakket van de onderneming na een MBO? De vragen leveren gegevens op over: de bedrijfstak, concurrentieverhoudingen en omgevingsfactoren en heeft tot doel inzicht te verkrijgen in de groei- en winstpotentie van een bedrijfsactiviteit en welke strategische flexibiliteit hiervoor nodig werd geacht.

De interne analyse heeft als doel inzicht te verkrijgen in hoeverre de interne organisatie hieraan tegemoet komt (winstrealisatie) en welke prioriteiten in operationele en organisatorische zin dit oplevert. Bij deze vraag wordt de relatie met al de drie in 7.3 genoemde bouwstenen gelegd. Bij vraag 4 en 5 wordt hierop doorgevraagd als de specifieke maatregelen en veranderingen aan de orde komen.

Als aanvullende bronnen van informatie zijn gebruikt organisatieadviesrapporten, ondernemingsplannen, OR-archieven en interne rapporten.

3. Zijn na de MBO de economische prestaties van de organisatie verbeterd in vergelijking tot voor de afsplitsing?

Met behulp van schriftelijke informatiebronnen verzamelen wij voorafgaand aan de interviews gegevens over de (bedrijfs)economische prestaties van het bedrijf. Als bronnen gebruiken wij jaarverslagen en voor zover daar op de hand kan worden gelegd de balans en resultatenrekening uit de concernperiode, de prognoses uit het management- c.q. ondernemingsplan en voor een beknopte vergelijking met de branche enkele branchegegevens c.q. gegevens van de belangrijkste concurrent(en). Bij een van de case-studies die vlak na de MBO-transactie beursnotering kreeg, is daarnaast gebruik gemaakt van een onderzoeksrapportage van een bureau voor beleggingsresearch en een beursintroductie-memorandum. De gegevens over de financiële prestaties hebben betrekking op een periode van drie jaar voor en vier jaar na de MBO. Als maatstaven gebruiken we:

- De gerealiseerde en voorzover beschikbaar de geprognostiseerde cijfers met betrekking tot de omzet, de winst, de cashflow, de investeringen, bruto marge en in

een enkel geval gegevens over de toegevoegde waarde; alsmede de solvabiliteit en rentabiliteit van het totaal geïnvesteerde vermogen c.q. eigen vermogen;

- De doelen die bij de MBO zijn geformuleerd door het management en de financier;

Uit empirisch onderzoek van Van Dam (1978, p.228) naar de doelstellingen die 33 Nederlandse ondernemingen nastreven, blijken de volgende doelstellingen van belang: winstgevendheid, continuïteit, marktaandeel, kwaliteit, productdiversificatie, omzet in geld en werkgelegenheid. Vooral winst en groei komen in zijn onderzoek als belangrijke doelen naar voren.

De doelen die wij voor onze case-studies als meetpunten voor de economische prestaties voor en na de MBO selecteerden, te weten omzet, winst, cash flow, investeringen en marktaandeel, sluiten hierop aan. Het zijn doelen die door de ondernemers en de beleggers in het algemeen als de centrale doelen worden onderschreven indien zij de onderneming op winst en groeikansen beoordelen.

Door na te gaan of de economische prestaties na de MBO beter zijn dan in de periode ervoor, wordt een indruk verkregen of de MBO succesvol is geweest. Hoe succesvol kunnen wij afleiden aan de hand van de gestelde doelen van de uitkoop.

Of daarbij de toegenomen flexibiliteit naar binnen en naar buiten als verklaring door de respondenten wordt aangereikt, is onderwerp van gesprek bij de volgende vragen. Wij gaan in op meningen over de ondernomen acties die uit de MBO 'operatie' voortvloeiden, zoals het treffen van maatregelen en het doorvoeren van veranderingen en hoe groot het effect op de economische prestatieverbetering door de respondenten wordt gezien. Over dit laatste trachten wij in de tweede interviewronde op basis van de aan de respondenten teruggekoppelde case-studies hierop een definitief antwoord te krijgen.

4. Welke maatregelen zijn doorgevoerd op het terrein van een efficiëntere bedrijfsvoering (operationele flexibiliteit) vergeleken met voor de MBO? Houden die maatregelen verband met de MBO? Kunt u dat toelichten? Hebben hierbij adviseurs, het management, het personeel (bijvoorbeeld door inschakeling van de ondernemingsraad) een rol gespeeld? Welke?
5. Idem ten aanzien van de marktgerichtheid (strategische flexibiliteit)?
6. Idem ten aanzien van de interne flexibiliteit (de structurele flexibiliteit)?
7. Idem ten aanzien van de beloning?

De vragen die hierover zijn gesteld spitsten zich toe op het aanbrengen van een betere kostenverhouding, een betere planning en continuïteit, etc. Hierbij werden vragen gesteld

over aangebrachte veranderingen in het produktassortiment, prijsstelling, verkoop- en service-systeem; over het opzetten van nieuwe diensten, functies, organisatiestructuur, werkwijze en de beloning voor en na de MBO. Met deze vragen wordt de relatie gelegd met de bij II en III genoemde bouwstenen.

Bij de beantwoording van vraag 4 t/m 7 treden de verschillen tussen de oude organisatie voor de MBO en de nieuwe organisatie na de MBO aan het licht. Zij zijn van cruciale betekenis voor het inzicht hoe in de organisatie de werkzaamheden over de verschillende taken, functies en afdelingen voor de MBO zijn verdeeld en van welke verschillende coördinatiemiddelen gebruik werd gemaakt en welke veranderingen hierin worden aangebracht als gevolg van de MBO.

- 8 Hoe effectief zijn deze maatregelen geweest? In welke mate dragen zij bij aan het realiseren van de beoogde doelen c.q. aan een betere positie van de organisatie om op ongewenste situaties te reageren?

Met behulp van een gestructureerde vragenlijst, samengesteld op basis van de met de geïnterviewde personen teruggekoppelde case-studies, is in een tweede interviewronde afzonderlijk nagegaan of de beschreven flexibiliteitsverhogende factoren de economische prestaties na de MBO gunstig hebben beïnvloed. Om de mate van invloed aan te geven konden de respondenten gebruik maken van een 5-puntschaal. In 'staccato' stijl zijn de onderwerpen uit de vragenlijst met hun scores weergegeven in de tabellen 8.1 t/m 8.4.

Samenvatting onderzoekopzet

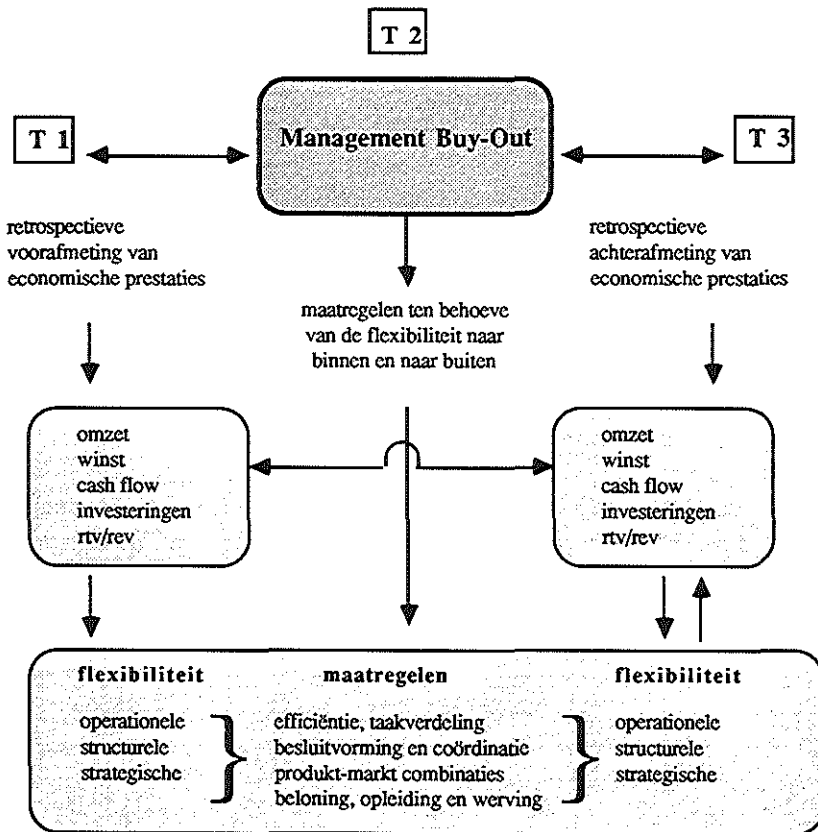
De juridisch en fiscale bepalingen, de overheidspolitiek en de beschikbaarheid van risicodragend vermogen laten wij buiten beschouwing. Het zijn factoren die niet door het management zelf kunnen worden beïnvloed, maar die van invloed kunnen zijn op de economische prestaties. Wij beperken ons in de case-studies tot maatregelen die het management zelf als gevolg van de MBO heeft genomen en die van invloed zijn op de hiervoor besproken typen flexibiliteit, te weten operationele, structurele en strategische flexibiliteit.

Eerst gaan wij via interviews en aanvullende documentenanalyse na of de economische prestaties na de MBO verbeteren c.q. de onderneming in een betere positie is gebracht om succesvol in te spelen op veranderingen. Voor het contrast betrekken wij hierbij de situatie toen het betrokken bedrijf nog onderdeel was van een concern. Daarna trachten we de oorzaken van de economische prestatieverbetering op te sporen. Wij gaan na of er maatregelen zijn genomen op het gebied van de bedrijfsstrategie, de bedrijfsorganisatie, de bedrijfsvoering en de beloning als gevolg van, of anticiperend op de MBO. De gegevensverzameling is gebaseerd op interviews met uitkopende managers, sleutelpersoneel en bij de uitkoop betrokken financiers en op aanvullend schriftelijk

bronnenmateriaal. Voorbeelden hiervan zijn de ondernemings- en uitkoopplannen, rapporten van consultants, jaarverslagen, introductie-memoranda, investerings- en beleggersbeoordelingen, ondernemingsraadverslagen en accountantsrapporten.

Vervolgens trachten wij te achterhalen of en zo ja hoe belangrijk het uitkopend management en de betrokken financiers deze veranderingen beschouwen als verklaring voor de verbeterde economische prestaties. Door de bedrijven te onderzoeken op de met die veranderingen gepaard gaande maatregelen, toetsen wij de significante associatie tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties.

Ter inperking van deze studie laten wij flexibiliteitsbepalende factoren als gebouwen, machines, voorraden, financiële buffers, voorspel- en planningstechnieken en de persoonlijkheid van mensen buiten beschouwing. In retrospectief zijn onderstaande gegevens verzameld over respectievelijk drie jaar voor en vier jaar na het jaar waarin de MBO plaatsvond. In figuur 7.2 hebben wij schematisch de informatieverzameling voor de case-studies uitgebeeld.



Figuur 7.2: Informatieverzameling economische prestaties en flexibiliteit voor en na de MBO

7.5 Onderzoeksmethode

Bij de selectie van de bedrijven hebben wij er niet naar gestreefd om een representatieve groep cases te selecteren. Dit is ons inziens ook niet nodig. De statistisch aangetoonde samenhang tussen toegenomen economische prestatie en flexibiliteit verschaft ons immers de mogelijkheid de meest relevante factoren (althans in de ogen van de uitkopende directieleden) voor nadere analyse te selecteren. Daarom mag verwacht worden dat nadere analyse van het gevonden verband uit de NIB-studie interessant is voor alle divisionele MBO's waarin het zittende management deelneemt in het eigen vermogen van het afgesplitste bedrijf. Wel moesten de drie bedrijven na afsplitsing betere economisch prestaties leveren dan ervoor.

De case-studies zijn verricht bij drie bedrijven, waarvan er twee in 1986 en één in 1987 door middel van een MBO verzelfstandigden uit concerns die zich op hun kernactiviteiten wensten te concentreren. Zie tabel 7.1.

MBO-bedrijf	Moederbedrijf	MBO-jaar	Branche
TIP Europe plc	Gelco	1986	Trailerverhuur
UT-Delfia b.v.	Unilever	1986	Mengvoeder
Boekhoven-Bosch b.v.	Elsevier	1987	Drukkerij

Tabel 7.1: De bedrijven voor de case-studies

Om enige spreiding in de selectie van de bedrijven aan te brengen is gelet of de bedrijven in een stagnerende of een expanderende branche werkzaam waren en hielden wij rekening met zowel vertegenwoordiging uit de industriële als ook uit de dienstverlenende sector. Voor een verdere vergroting van de polariteit tussen de geselecteerde bedrijven diende verder het onderscheid of het moederbedrijf aanvankelijk wel of geen medewerking aan de totstandkoming van de MBO verleende. Bij de definitieve selectie van de bedrijven voor de case-studies speelde de mate waarin toegang werd verkregen tot voor het onderzoek relevant geachte gegevens een doorslaggevende rol. Het beschikken over een vertrouwensrelatie met het te onderzoeken bedrijf in de loop van het onderzoek is hiervoor onmisbaar.

De toegankelijkheid van de benodigde gegevens bij praktijkonderzoek wordt volgens Van der Zwan (1990) belemmerd door een drietal struikelblokken:

- Beleidsbesluiten worden niet systematisch vastgelegd; zij zitten vaak in de hoofden van de managers.
- Beleid is een complex geheel. Vele factoren zijn van invloed op de resultaten van de bedrijfsvoering, waardoor de effecten van bepaalde beleidsmaatregelen vaak

moelijk te meten zijn. Achteraf zijn managers geneigd gegevens te herinterpreteren en effecten aan bepaalde maatregelen toe te schrijven.

- Uit concurrentie-overwegingen wordt niet altijd in alle relevante documentatie inzicht gegeven. Er kan dus een verschil zijn tussen datgene wat de managers zeggen en door de onderzoeker vastgelegd wordt en wat de managers werkelijk doen.

Van der Zwan pleit er daarom voor om een bedrijf te bezoeken als er een concreet aangrijpingspunt is. Er wordt dan over een concrete gebeurtenis gesproken, veranderingen zijn beter waarneembaar en de kans dat er objectieve informatie is vastgelegd, is aanwezig. Wij denken dat de geïnterviewden, in het geval van een ingrijpende gebeurtenis als een MBO, redelijk goed geïnformeerd zijn over wat er zich voor, tijdens en na de verzelfstandigingsperiode heeft afgespeeld, welke maatregelen zijn getroffen en waarom. Bovendien worden de verkregen antwoorden aan de hand van documenten uit de verzelfstandigingsperiode geverifieerd en aan andere bedrijfsfunctionarissen voorgelegd. Ook dienden de uitkopende topmanagers tenminste drie jaar voor de MBO leiding te geven aan het uitgekochte bedrijf en over een periode van vier jaar na de MBO in staat zijn de bedrijfsresultaten te evalueren.

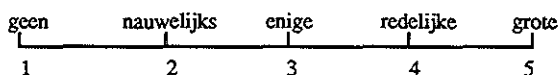
In alle gevallen zijn van de bedrijven een of meer leden van het uitkopend management geïnterviewd. Bij het mengvoederbedrijf UT-Delfia de algemeen directeur en de financieel directeur; bij het trailerhuurbedrijf TIP Europe de financieel directeur en bij de drukkerij Boekhoven-Bosch de algemeen directeur. Daarnaast is bij elk van de drie bedrijven sleutelpersoneel geïnterviewd dat tenminste drie jaar voor de MBO en vier jaar na de MBO in dienst was van het bedrijf in kwestie. Deze respondenten zijn gekozen op grond van hun specifieke kennis en positie in het bedrijf, waardoor zij over veel informatie beschikken die voor ons onderzoek van belang is. Hiermee wordt bereikt dat de respondenten over een langere periode informatie kunnen verstrekken, zowel met betrekking tot de periode voor als na de MBO. Bij het mengvoederbedrijf zijn interviews afgenomen met de algemeen bedrijfsleider die ten tijde van de MBO ook OR-voorzitter was; bij het trailerhuurbedrijf met de treasurer tevens secretaris van de Raad van Bestuur; bij de drukkerij met de directeur productie en verkoop, een lid van de OR tevens lid van de verzelfstandigingscommissie en met de controller en de plaatsvervangend controller. Door naast de uitkopende managers tevens sleutelpersoneel te interviewen, zijn wij in staat de bijdragen die aan de verbetering van de flexibiliteit na de MBO worden geleverd vanuit verschillende hiërarchische posities te beschouwen. Afwijkingen zijn echter door ons niet vastgesteld.

Na de interviews zijn concept-case-studies opgesteld. Deze zijn aan de respondenten teruggekoppeld. Soms leverde dat verbeteringen op in de beschreven reeks van feitelijke gebeurtenissen, soms werd ook een nadere nuancering verkregen van de visie van het management op het belang van maatregelen voor de economische prestaties na de MBO. Tevens werd doorgevraagd of de gesignaleerde veranderingen effect hebben gehad op de economische prestaties. Hiermede wordt de kans op misvorming van informatie en/of

onjuiste c.q. onvolledige interpretaties door de onderzoeker tegengegaan.

De interview-vragen uit de eerste ronde hebben een open, die in de tweede ronde een gesloten vraagstelling. De interviews uit de eerste ronde hebben in zoverre een gestructureerd karakter dat in ieder interview de hierboven beschreven onderzoeksvragen aan bod moeten komen. Eerst is ingegaan op algemene onderwerpen zoals de historie van het bedrijf, de plaats in het concern, de zelfstandigheid van het dochtermanagement tijdens de concernperiode, een aantal karakteristieken van het bedrijf, zoals de produkten, de afzetmarkten, het verkoopconcept, de branche-ontwikkelingen, de personeelsomvang. In de loop van het interview wordt de aandacht gericht op de onderzoeksvragen verwoord in 7.4. Aan de orde komen dan de aanleiding voor de MBO, de onderhandelingen over de uitkoopprijs, de communicatie met de OR en de ten behoeve van de MBO of naar aanleiding van de MBO verrichte studies naar het toekomstperspectief voor overleving van de betrokken bedrijven. Hierbij spitste het interview zich voornamelijk toe op de uit deze onderzoeken voortvloeiende maatregelen, die op hun beurt de flexibiliteit-componenten beïnvloeden, namelijk de produkt-markt combinaties, de organisatiestructuur, de besluitvorming en het beleid ten aanzien van beloning, training en opleiding en werving.

Na de terugkoppeling van de concept case-studies hebben wij op basis van de definitieve case-beschrijvingen een lijst met flexibiliteitsverhogende factoren geselecteerd en in de tweede interview-ronde wederom voorgelegd aan de uitkopende managers. Ook hebben wij deze vragenlijst voorgelegd aan de bij de onderneming betrokken financiers. Twee financiers, die van UT-Delfia en van Boekhoven-Bosch, waren vanaf het begin van de MBO betrokken bij de financiering; de financier van TIP Europe nadat de onderneming beursnotering had verkregen. De lijst met de door de case-studies geïdentificeerde factoren hebben wij door hen onafhankelijk van elkaar laten scoren (zie hiervoor hoofdstuk 8). Om te kunnen bepalen welke betekenis voor de economische prestaties zij aan die factoren toekennen, hanteren we een 5-puntschaal. Hiermee zijn de managers en de financiers in staat de door ons geselecteerde factoren van een gewicht te voorzien. Wij gebruiken daarvoor de volgende schaal:



De mate van invloed van de gevonden factoren op het economisch resultaat varieert van geen, nauwelijks, enige, redelijke tot grote invloed. Een groot gewicht, bijvoorbeeld een 4 of een 5 betekent dat de factor als verklarende variabele voor de toegenomen economische prestaties na de MBO in de optiek van de uitkopende managers of financiers een belangrijke rol speelt.

Hierdoor denken wij in staat te zijn de ontwikkeling van de economische prestaties na de

MBO in samenhang te analyseren met de ontwikkeling van deze typen flexibiliteit na de MBO.

7.6 MBO case-studies: de uitgangssituatie

Onze gedetailleerde waarnemingen met betrekking tot MBO's berusten op een drietal case-studies, waarvan wij de keuze in 7.5 hebben toegelicht. Voor de goede orde vermelden wij dat door ons meer case-studies²⁶ van succesvolle MBO-ondernemingen zijn geraadpleegd om de door ons verkregen onderzoeksresultaten op herkenbaarheid te verifiëren. Hiervan schetsen wij hieronder de onderling verschillende uitgangssituaties.

In het ene geval gaat het om een mengvoederfabrikant *UT-Delfia b.v.* die zich in een stagnerende bedrijfstak bevindt en waar het moederbedrijf Unilever volop haar medewerking verleende aan de verzelfstandiging. De moeder koos voor een directe financiële onafhankelijkheid van de dochter. Dit impliceerde voor het uitkopend management dat de aandelen in totaliteit in één keer moesten worden overgenomen. De reden voor de verkoop was vanuit de moeder gezien een strategische en kan het beste getypeerd worden door de tot slogan verheven uitdrukking 'back to the hard core', ofwel terug naar de kernactiviteiten. Dit houdt in dat vergeleken met de concurrentie bijvoorbeeld een superieur produkt kan worden aangeboden met een hoge toegevoegde waarde. Het aan het zittende management verkochte bedrijf paste in de volgende MBO-stereotype (Kok en Van der Meijden 1988, p. 120-129): het opereerde in een traag groeiende, deels door overcapaciteit stagnerende, maar in ieder geval rijpe markt met een gesetteld produkt en het had een surplus aan activa die redelijk snel liquide konden worden gemaakt. Bovendien waren reorganisaties in gang gezet en koesterde het dochtermanagement investeringsplannen die het van de moeder niet gefiatteerd kreeg.

In het andere geval, bij de MBO van *TIP Europe plc* in een sterk expanderende tak van transport, namelijk trailerverhuur, wenste het moederbedrijf Gelco aanvankelijk niet aan een verkoop aan het management mee te werken. Zij wilde uitsluitend 'corporate buyers' omdat op deze manier een hogere prijs bedongen kon worden dan in geval het zittend management het bedrijf zou kopen. De moeder wilde het bedrijf verkopen omdat zij financiële problemen had. Door aarzelingen bij de potentiële 'corporate buyers' (vanwege het feit dat het dochtermanagement dreigde op te stappen) verkocht de moeder het bedrijf toch aan het dochtermanagement. Het bedrijf paste niet in het hierboven aangegeven MBO-stereotype. Het bevond zich in een expanderende markt, met een gesetteld assortiment diensten waar behoorlijke investeringen voor nodig waren om tenminste gelijke tred met de concurrentie te kunnen houden.

²⁶ Naast de case-studies over *TIP Europe*, *UT-Delfia* en *Boekhoven-Bosch* zijn case-studies bestudeerd van *Van Gelder Apeldoorn* (Bruining 1991, p.226), *Dordtse Kil Holding*, *Martinus Nijhoff International*, *Triumfus Onions Products* (De Jong 1991, p.142-174), *De Reus*, *Crown van Gelder*, *Proforms* (Acrts 1990, p.51-83) en *IGB Holding* (Lugtenburg 1986, p.73).

Het bedrijf voor de derde case-studie, geruime tijd door het moederbedrijf Elsevier in de etalage gezet in de hoop de onderneming eveneens aan een industriële koper te verkopen, is drukkerij *Boekhoven-Bosch b.v.* Toen de onderhandelingen met Amerikaanse kopers afsprongen, kocht de zittende directeur het bedrijf en plaatste het aandelenkapitaal door bij de participatiemaatschappijen NPM en APM en bij de het bevriende Staatsdrukkerij (SDU) waarmee Boekhoven-Bosch al samenwerkte. De algemeen directeur verwierf een even groot belang als zijn werknemers. Via een spaarloonregeling konden de werknemers van het drukkerijbedrijf deelnemen in het eigen vermogen van de verzelfstandigde onderneming.

Het bedrijf opereert in een traag groeiende, deels door overcapaciteit stagnerende, maar in ieder geval rijpe markt met een gesetteld produkt. Er was geen sprake van reorganisaties. Het bedrijf was in wezen kerngezond, echter de branche vergde omvangrijke investeringen die de moeder niet meer wenste op te brengen. In het nu volgende hoofdstuk presenteren wij de onderzoeksresultaten.

8 Resultaten case-studies

8.1 Inleiding

Het doel van dit hoofdstuk is laten zien wat de nieuwe managers/eigenaren doen om de flexibiliteit van het bedrijf naar binnen en naar buiten te vergroten en hoe belangrijk zij dit vinden voor de verbetering van de economische prestaties van het bedrijf. Na de MBO zijn de economische prestaties, afgemeten aan omzet, winst, cash flow en investeringen, sterk verbeterd in vergelijking tot de periode voor afsplitsing (zie par.4 van elk van de case-studies in de bijlage behorend bij dit hoofdstuk). Wij gaan na of hun mening over de prestatieverbetering en de oorzaken hiervan door de financiers wordt gedeeld. De in tabelvorm gepresenteerde resultaten in dit hoofdstuk zijn verkregen door de gegevens uit beide interviewronden te verwerken. Voor raadpleging van de drie integrale case-studies verwijzen wij de lezer naar de bijlagen.

In 8.2 tot en met 8.5 komen de resultaten aan de orde van de retrospectieve vooraf- en achterafmeting van de economische prestaties die ten behoeve van de case-studies zijn uitgevoerd in samenhang met een beschrijving van de veranderingen die gedurende een periode van drie jaar na de MBO zijn aangebracht om de flexibiliteit naar binnen en naar buiten te vergroten. De uitkomsten hiervan vatten wij samen in vier categorieën maatregelen, namelijk die ter verhoging van de operationele flexibiliteit (verbeterde efficiëntie), van de structurele flexibiliteit (verbeterde communicatie, besluitvorming en coördinatie), van de strategische flexibiliteit (verbeterde marktgerichtheid) en als laatste categorie de beloningsmaatregelen.

Het is onmogelijk om van iedere maatregel afzonderlijk de invloed op de economische prestaties te kwantificeren, daarvoor hangen de verschillende typen flexibiliteit te veel met elkaar samen. In een samenvattende tabel wordt daarom van elke maatregel de gepercipieerde mate van de invloed op de economische prestaties van het bedrijf vermeld door zowel het uitkopend management (aangegeven met een x) als de betrokken financier (aangegeven met een y). Door deze intersubjectivering wordt meer zekerheid verkregen over de geldigheid van de uitkomsten zoals vervat in de tabellen 8.1 tot en met 8.4.

De bedoeling hiervan is inzicht te krijgen of de bij de MBO betrokken financier het al of niet eens is met het gewicht dat het uitkopend management toekent aan specifieke maatregelen die na de MBO zijn genomen om de economische prestaties te verbeteren. Ons inziens lijkt dit vooral van praktisch belang omdat de financier bij MBO's als langere termijnbelegger in toenemende mate betrokken zal zijn bij de goedkeuring van het bedrijfsbeleid en het volgen van de resultaten hiervan.

De paragrafen 8.2 t/m 8.5 ronden wij af met een formulering van meer uitgekristalliseerde hypothesen voor een nadere toetsing van het verband tussen flexibiliteit en economische prestaties (waardecreatiehypothese). In 8.6 trekken wij enkele conclusies.

8.2 Operationele flexibiliteit

Opvallend is dat het management van TIP Europe geen efficiëntie-bevorderende maatregelen in het kader van de MBO neemt om de economische resultaten te verbeteren. Het trailerverhuurbedrijf, zo blijkt uit onze interviews, draait al voor de MBO efficiënt. Bij de andere twee MBO-bedrijven worden wel efficiëntie-bevorderende maatregelen na afsplitsing van het moederbedrijf genomen. Bij UT-Delfia wordt aan de uitvoering van de kostenbeheersingsprogramma's in de fabrieken en stafafdelingen zelfs een grote invloed op het economisch resultaat toegeschreven. Doel hiervan is de kosten per ton mengvoeder te verlagen.

mate van invloed op economische prestaties OPERATIONELE FLEXIBILITEIT	1 geen	2 nauwelijks	3 enige	4 redelijke	5 grote
TIP Europe	x/y				
UT-Delfia					
kostenbeheersingsprogramma					x/y
leren van overnames			y		x
technische prestatie voeders				x/y	
betere bezetting door sluiten fabriek				x/y	
invoering functie planning en logistiek				x/y	
Boekhoven-Bosch					
bezetting productiecapaciteit door betere werkplanning		x			y
greep op directe / indirecte kosten door sanering			x/y		
hogere toegevoegde waarde producten			y		x
operationele beheersing van kwaliteit productieproces		y			x
instelling profitcentres telefoon boeken en tijdschriften		y			x
verkleining werkkapitaal				y	x
invoering aparte functie logistiek en planning			x/y		

Tabel 8.1: Overzicht maatregelen operationele flexibiliteit

Door een onrendabele fabriek te sluiten wordt de bezetting van de productiecapaciteit sterk verbeterd. Daarnaast is de bedrijfsvoering van de overgenomen andere bedrijven een belangrijke bron van inspiratie om er zelf veel van te leren. De technische prestatieverbetering van de mengvoeders komt tot uiting in een lager grondstofverbruik en een gelijkblijvende of hogere technische prestatie.

Bij Boekhoven-Bosch wordt er na de MBO hard gewerkt aan een betere werkplanning. De eigenaar/directeur kent echter aan andere maatregelen een grotere betekenis voor het economisch resultaat toe, zoals het scheppen van hogere toegevoegde waarde van de producten, verbetering van de operationele bedrijfsvoering door onder meer invoering van een aparte functie logistiek en planning en verkleining van het werkkapitaal. Ook de instelling van profitcenters bij de produktgroepen telefoonboeken en tijdschriften draagt volgens het management bij aan de verbetering van de efficiëntie en daarmee aan dat van de economische prestaties, omdat het de toerekening van de kosten en de opbrengsten doorzichtig maakt.

Uit tabel 8.1 blijkt dat het management van TIP Europe en UT-Delfia en de bij deze MBO's betrokken financiers het eens zijn over de mate waarin de genomen efficiëntie-maatregelen van betekenis zijn voor de economische prestaties na de MBO. Bij UT-Delfia is in tegenstelling tot bij TIP Europe de betekenis van de efficiëntie-bevorderende maatregelen redelijk groot, omdat het bedrijf, in tegenstelling tot TIP Europe, in een stagnerende branche met overcapaciteit verkeert.

In het geval van Boekhoven-Bosch wordt vooral de zomerperiode gekenmerkt door stagnatie van omzet door overcapaciteit in de branche. De taxaties van het uitkopend management en de financier lopen in vergelijking tot andere twee bedrijven hier het meest uiteen. Zo verschillen zij van mening over de positieve bijdrage van de werkplanning aan een betere bezetting van de productiecapaciteit. De directeur/aandeelhouder kent hieraan nauwelijks invloed toe, terwijl de financier dit punt juist wel van groot belang acht. Andere verschillen in de optiek tussen management en financier bij Boekhoven-Bosch dienen zich aan bij de beoordeling van het effect op de economische resultaten van de hogere toegevoegde waarde van de producten, de operationele beheersing van het productieproces, de instelling van de profitcentres en de verkleining van het werkkapitaal. In tegenstelling tot de financier, vindt het management dat aan deze zaken een grote invloed op de economische prestaties moet worden toegekend.

Een reden voor dit verschil in opvatting kan zijn dat de financier pas na de MBO in de Raad van Commissarissen vertegenwoordigd is en daardoor de vergelijking met de situatie voor de MBO niet kan maken. Met andere woorden men mist een gemeenschappelijk referentiekader.

Eensgezind zijn zij in hun beoordeling dat de economische prestaties enige verbetering hebben ondergaan door de sanering van het assortiment. Hierdoor is de greep (beheersing) op de directe en indirecte kosten verbeterd. Ook de invoering van een

afzonderlijke functie voor logistiek draagt in hun visie enigermate bij aan de economische prestaties van het bedrijf.

Naar aanleiding van onze bevindingen formuleren we de volgende hypothese:

1. *Afhankelijk van de reeds bereikte graad van efficiëntie in de bedrijfsvoering zijn de economische prestaties na MBO op korte termijn afhankelijk van operationele efficiëntie-verbeteringen.*

Voor de MBO neemt het moederbedrijf traditiegetrouw alle verliezen voor haar rekening, stelt de beslissing tot afstoting uit en verschaft haar (verliesgevende of te weinig renderende) dochterbedrijf geen nieuwe investeringsmiddelen. Door een combinatie van deze redenen begint het zittende management veelal maar niet aan een efficiëntie-operatie op grote schaal en wordt het laatste restje ondernemingselan ondermijnd. Eenmaal zelfstandig blijkt men dit grondig aan te pakken.

8.3 Structurele flexibiliteit

Uit tabel 8.2 blijkt dat bij TIP Europe het uitkopend management op twee uitzonderingen na grote betekenis toekent aan de maatregelen die de structurele flexibiliteit verhogen.

Het Amsterdamse hoofdkantoor van TIP Europe voorziet in de operationele, technische en commerciële informatiebehoefte van het hele personeel in de verkoopkantoren zodat directe bijsturing van de resultaten mogelijk wordt. Het personeel ontvangt per team informatie over de resultaten. Door de gecentraliseerde facturering, betalingen en het cash management in het administratieve hoofdkantoor van TIP Europe worden de kosten centraal bewaakt en kunnen de divisies zich geheel richten op hun verkooptaak. Door specialisatie en 'on line' communicatie tussen staf en uitvoering worden hier schaalvoordelen behaald.

Niet of nauwelijks hebben bijgedragen aan het economisch resultaat na de MBO: de instelling van een tussenliggend leidinggevend niveau tussen de Chief Executive Officer en de divisies en de instelling van een algemeen directeur met ondersteuning van marketing en business development. Deze maatregelen pasten niet in een organisatie met directe lijnen tussen het topmanagement en verkoop; de overhead werd er navenant hoger door. Later zijn deze maatregelen ongedaan gemaakt.

UT-Delfia moet na de MBO omschakelen van intern op reorganisatie gerichte actie naar markt- en klantgerichte acties. Hierin past een zo plat mogelijk gehouden organisatie met directe lijnen en open communicatie, sterke delegatie van verantwoordelijkheden en bevoegdheden aan het middelmanagement, alsmede strakke centrale 'control' met minimale staf. Dit vergt een afslanking van een structuur met 3 naar een structuur met 2 regio's, waardoor een herverdeling van taftaken tussen regio en centrale staf tot stand

komt. De invloed op het economisch resultaat wordt hierom als redelijk groot ingeschat.

mate van invloed op economische prestaties STRUCTURELE FLEXIBILITEIT	1 geen	2 nauwelijks	3 enige	4 redelijke	5 grote
TIP Europe					
On line management informatie- systeem hoofdkantoor/divisies				y	x
centralisatie operationele, tech- nische, commerciële informatie					x
decentralisatie marketing, kosten en winstverantwoordelijkheid					x
tussenliggend leidinggevend niveau CEO en divisies	x				
instelling algemeen directeur met ondersteuning marketing en business development		x			
delegatie treasury en controllers- taken door financieel directeur					x
UT-Delfia					
platte organisatie en directe lijnen					x/y
delegatie verantwoordelijkheid en bevoegdheid aan middelmana- gement				x/y	
overstap van drie op twee regio- structuur / herverdeling taken tussen centrale staf en regio				x/y	
gewijzigde topstructuur ten behoefte van coördinatie tussen marketing, productie, research en verkoop			x/y		
instelling algemeen bedrijfsleider			x/y		
instelling financieel directeur met centrale controle financieel beleid + assistentie controller			x	y	

Tabel 8.2: Overzicht maatregelen structurele flexibiliteit

Voor het management op sleutelposities net onder de top komt de nadruk na de MBO te liggen op het directer management van overeengekomen doelstellingen met het topmanagement. De invloed op het resultaat hiervan wordt als redelijk groot bestempeld.

Uit de vervolg-tabel 8.2 blijkt dat het uitbalanceren van de vaardigheden bij het management van de fabrieken ook redelijk grote invloed heeft op de economische prestaties. In de praktijk van het mengvoederbedrijf is een agrarische achtergrond gekoppeld aan een electro-technische opleiding voor het management in de fabrieken onmisbaar voor zijn dagelijkse besluitvorming.

Tenslotte wordt enige invloed toegekend aan:

- de multi-inzetbaarheid van de medewerkers in de fabrieken;
- de instelling van diersectormanagers, specialisten en nutritionisten met een directe lijn naar de algemeen bedrijfsleider;
- de instelling van een algemeen bedrijfsleider;
- de instelling van een financieel directeur met centrale financiële controle;
- wijziging topstructuur ten behoeve van coördinatie tussen marketing, productie, research en verkoop.

Ook bij Boekhoven-Bosch vindt na de MBO delegatie van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden plaats, namelijk van het middenkader naar de uitvoerenden aan de drukpersen.

Laatstgenoemden worden in het productieproces door de technologische ontwikkeling steeds belangrijker, hetgeen blijkt uit de zorg voor de terugkoppeling van gegevens over de kwaliteit van het handelen naar de uitvoering en ook uit de activiteiten als loopbaanbegeleiding, afstemmingsgesprekken, opleidingen en functie-classificatiesystemen.

De invloed van delegatie en terugkoppeling op het economisch resultaat wordt door het uitkopend management als redelijk groot gezien. Evenals het orderaannamebeleid dat na de MBO voor de klant en het personeel veel duidelijker komt te liggen. Daarnaast begint de collegiale besluitvorming aan de top van het bedrijf zijn vruchten af te werpen. Het topmanagement is niet meer afhankelijk van één persoon.

Uit het eerste deel van tabel 8.2 komt naar voren dat de Nederlandse financiers van TIP Europe, de meeste van de hierboven genoemde structurele flexibiliteitsfactoren niet konden beoordelen op hun potentie voor de economische prestaties. Naar onze mening komt dit omdat zij pas na de beursgang (18-2-1988) bij TIP als beleggers zijn betrokken, terwijl de MBO dd. 14-6-86 was gerealiseerd.

Een uitzondering vormt het management informatiesysteem. Dit systeem verzorgt de financiële afhandeling tussen het hoofdkantoor en de verkoopkantoren. Er wordt door de geldschietter redelijk grote betekenis voor de economische prestaties aan toegeschreven.

Bij UT-Delfia zijn volgens het uitkopend management alle structurele flexibiliteitsfactoren van belang voor de economische prestaties. De invloed varieert van enige tot grote betekenis. De financier en het management zijn het over de meeste zaken met elkaar eens. Op een tweetal punten is het management over het effect op de economische prestaties

positiever dan de financier, namelijk de maatregelen die de matching beogen van electro-technische vaardigheden met agrarische kennis bij de leiding in de fabrieken en het directer managen van overeengekomen doelstellingen met de directie door het middenkader.

-vervolg tabel 8.2-

mate van invloed op economische prestaties STRUCTURELE FLEXIBILITEIT	1 geen	2 nauwelijks	3 enige	4 redelijke	5 grote
<p>-vervolg UT-Delfia-</p> <p>instelling onder marketing diersectormanagers, specialisten en nutritionisten met directe ver- binding naar algemeen bedrijfs- leider over kwaliteit mengvoeder</p> <p>multi-inzetbaarheid medewerkers in fabrieken</p> <p>matching vaardigheden bij het management van fabrieken; electro-technische met agrarische achtergrond en opleiding</p> <p>directer managen van overeen- gekomen doelstellingen met sleutelfunctionarissen door top- management</p>			<p>x/y</p> <p>x/y</p> <p>y</p> <p>y</p>	<p>x</p> <p>x</p>	
<p>Boekhoven-Bosch</p> <p>nieuwe rapportages door controllor voor nieuwe aandeel- houders</p> <p>delegatie taken en verantwoorde- lijkheden middenkader aan ope- rators van drukpersen</p> <p>integrale kwaliteitszorg aange- stuurd door adjunct directeuren met directe terugkoppeling naar uitvoering</p> <p>loopbaanbegeleiding; functie- classificatiesysteem; afstem- mingsgesprekken; opleidingen</p> <p>duidelijker orderaannamebeleid</p> <p>substitutie indirecte arbeid door directe arbeid</p> <p>collegiale besluitvorming aan de top van het bedrijf</p> <p>jobrotatie technische en commer- ciële functionarissen</p>		<p>x</p> <p>y</p> <p>x</p>	<p>y</p> <p>y</p> <p>x</p> <p>y</p> <p>x</p> <p>y</p> <p>x</p>	<p>y</p> <p>x</p> <p>x</p> <p>y</p> <p>x</p>	<p>x</p> <p>y</p>

Bij Boekhoven-Bosch is het management iets positiever dan de financier over de effecten van delegatie en integrale kwaliteitszorg in de uitvoering dan de financier. Op het gebied van het personeelsbeleid, zoals loopbaanbegeleiding, afstemmingsgesprekken, functieclassificatie en opleidingen zelfs veel positiever.

De financier daarentegen oordeelt gunstiger over het effect van de nieuw opgestelde rapportages door de controller voor de nieuwe aandeelhouders van het betrokken bedrijf en over de invloed van de na de MBO ontwikkelde collegiale besluitvorming aan de top van het afgesplitste bedrijf. Zie vervolg van tabel 8.2.

Over een breed terrein is er aandacht voor de factoren die de flexibiliteit verhogen. Zij zijn kennelijk voor een succesvolle implementatie van het ondernemingsbeleid na de MBO van groot belang. Bedrijven kunnen door de interne communicatie, coördinatie en leidinggeven goed te regelen concurrentie-voordelen bereiken. Daarom achten wij het van belang de volgende hypothese te formuleren:

2. *De economische prestaties na de MBO zijn afhankelijk van de verbetering van de structurele flexibiliteit. Deze houdt in:*

- *een vermindering van de overheaduitgaven en van de omvang van stafdiensten;*
- *een centrale financiële economische beheersing en decentralisatie van de marketing- en winstverantwoordelijkheid in de uitvoering;*
- *een directe communicatie en snelle terugkoppeling over te bereiken doelen tussen top en uitvoering op basis van kwalitatief verbeterde informatie-uitwisseling;*
- *een voor de klant en het personeel herkenbare verankering van verantwoordelijkheid voor kwaliteit van de producten in de organisatie;*
- *een toegenomen veranderbereidheid bij het personeel om verbeteringsvoorstellen in de praktijk te brengen;*
- *een meer collegiale besluitvorming door het topmanagement;*
- *substitutie indirecte door directe arbeid;*
- *een mensgericht personeelsbeleid (loopbaanbegeleiding, afstemmingsgesprekken).*

8.4 Strategische flexibiliteit

Opvallend is dat alle drie de bedrijven in de ogen van de betrokkenen hun strategische flexibiliteit opvoeren door nieuwe afzet-stimulerende investeringen om in de branche te kunnen overleven en/of te groeien. Ze zijn absoluut kritisch voor de verdere ontwikkeling op korte en op langere termijn, doch kosten veel geld. Het trailerverhuurbedrijf TIP Europe investeert in nieuwe trailers waarbij wordt uitgegaan van klantenspecificaties; het mengvoederbedrijf UT-Delfia verbetert de eigen aanpak van de specialisten bij de boer, zowel op technisch, economisch als veterinair gebied; de drukkerij Boekhoven-Bosch

van de drie bedrijven acht de invloed hiervan op de economische prestaties van het bedrijf groot. Bij alle drie de bedrijven vinden daarnaast nog een of meer overnames (externe groei) plaats die voor het economisch resultaat bij TIP Europe en UT-Delfia zeer belangrijk worden gevonden. De overname van een uitgeverij door het drukkerij-bedrijf Boekhoven-Bosch loopt op een fiasco uit.

Ter ondersteuning van een eigen aanpak bij UT-Delfia worden voor het resultaat belangrijk geachte opleidingsprogramma's verzorgd, voor zowel managers als uitvoerenden in de buitendienst, productie, marketing en administratie.

Aan de oude marktbenadering waarbij inkomensgaranties aan afnemers werden gegeven, komt tegelijkertijd een eind. Dit heeft volgens het uitkopend management enig positief effect op het economisch resultaat, evenals de milieu-innovaties, die op termijn echter meer rendement moeten opbrengen.

Ook bij Boekhoven-Bosch krijgt na de MBO het contact tussen klant en werknemer aandacht in de vorm van opleidingen op het gebied van de kwaliteitszorg. Uit oogpunt van verbeterde economische prestaties wordt hieraan door de algemeen directeur grote betekenis toegekend.

De greep op de markt voor drukorders is voor het segment 'directories' (naslagwerken als telefoonboeken) beter gelukt dan voor de tijdschriften, terwijl de centrale aansturing van verkoop en productie in zijn ogen (nog) nauwelijks heeft bijgedragen aan verbetering van de economische prestaties.

Tabel 8.3 bevat een voorspelbare uitkomst van ons onderzoek. Bij alle drie de bedrijven zijn de financiers en het uitkopend management het met elkaar eens over de juistheid van de gekozen investeringsstrategie. Alle kennen hieraan een grote invloed toe op de economische prestaties. Een hecht doortimmerd en realistisch ondernemingsplan vormt immers voor iedere onderneming de basis voor investeringsbeslissingen. Juist in geval de onderneming een nieuwe start maakt zoals bij een MBO wordt hieraan ruim aandacht besteed door de nieuwe aandeelhouders.

Verder oordeelt het management gunstig over de genomen maatregelen om de klant beter te benaderen, bijvoorbeeld door hem te adviseren hoe met het produkt c.q. dienst om te gaan. Het contact tussen klant en personeel wordt na de verzelfstandiging intensiever. Bij UT-Delfia zitten de financiers en het management op dit punt meer op één lijn dan bij Boekhoven-Bosch. Een reden kan hierin gelegen zijn dat de financier bij het eerstgenoemd bedrijf zowel voor als na de MBO in de Raad van Commissarissen is vertegenwoordigd en daardoor het mengvoederbedrijf beter op deze punten kon beoordelen dan de financiers van Boekhoven-Bosch.

Bij TIP Europe doet zich de situatie voor dat Nederlandse financiers pas daadwerkelijk bij het bedrijf na de beursnotering zijn betrokken en daardoor de vergelijking met de situatie voor de MBO niet kunnen maken.

De pogingen om via overname van andere bedrijven de eigen positie op de markt te

versterken, worden bij TIP Europe en UT-Delfia van grote betekenis geacht voor de bereikte economische prestaties. Bij Boekhoven-Bosch mislukt een overname van een uitgeverij om meer greep te krijgen op de tijdschriftenmarkt.

Wij concluderen dat de markt waarop de onderneming na de MBO met succes kan concurreren zorgvuldig wordt uitgezocht. De uitkopende directies laten zich hierbij adviseren. Verliesgevende c.q. marginaal winstgevende activiteiten stoten de nieuwe eigenaren/managers af, terwijl nieuwe investeringen gedaan worden in de modernisering van de bedrijfsactiva. Op het terrein van de investeringen heeft het bedrijf een achterstand opgelopen tijdens het verblijf bij de moeder. Daarom vinden wij het relevant de volgende hypothesen te formuleren:

- 3.1. Na de MBO is de keuze voor het produkt c.q. de dienst en de wijze van klantbenadering bepalend voor de economische prestaties. Dit gaat gepaard met sanering van het bestaand assortiment en herallocatie van investeringsmiddelen.*
- 3.2 De nieuwe managers/eigenaren richten zich bij de interne groei op vergroting van de bruomarge en nemen exploitatiebeslissingen gericht op een concurrerend kostenpeil.*
- 3.3 De externe groei na de MBO geschiedt door overname van (horizontaal) gerelateerde bedrijven met een hogere toegevoegde waarde op hun produkten dan het bestaande assortiment.*

Zo te zien zijn deze hypothesen net zo goed van toepassing op niet-MBO ondernemingen, met dien verstande dat bij MBO's het management zich absoluut niet de luxe van marginaal renderende activiteiten kan permitteren.

8.5 Beloning

Bij alle drie de bedrijven wordt het beloningssysteem na de MBO ingrijpend gewijzigd. Hieronder zetten wij uiteen hoe het management en de financiers het effect van die verandering inschatten.

Bij TIP Europe wordt door het uitkopend management en ook door de financiers grote invloed op de economische resultaten van het bedrijf toegekend aan de eigen deelname in het aandelenkapitaal van de betrokken onderneming. Bij dit bedrijf participeren naast het topmanagement twintig middelmanagers in het eigen vermogen van het bedrijf. Het topmanagement van dit bedrijf kent krachtige prestatieprikkels, neergelegd in de MBO-overeenkomst, om bij het bereiken van tussentijdse financiële doelen hun aandeel in het eigen vermogen te kunnen vergroten. Aan de werking van het aandelenoptie-plan kent de directie van TIP-Europe nauwelijks enige betekenis toe voor het realiseren van het

economisch resultaat. Zie voor verklaring het einde van deze paragraaf.

Bij UT-Delfia kent het topmanagement aan de winstdelingsregeling grote betekenis toe om goede economische prestaties te realiseren.

Een redelijk positieve uitwerking op de economische prestaties hebben volgens het management en de financier het toegenomen variabele deel in de beloning van de wederverkopers, de inschaling van nieuw personeel volgens de bedrijfstak-cao en de bevrozing van de salarissen uit de Unilever-periode.

Het topmanagement van UT-Delfia en Boekhoven-Bosch kennen aan het aandelenbezit van het personeel wel enige betekenis toe om betere economische prestaties met het bedrijf te bereiken. Uit de gegevens van tabel 8.4 blijkt dat zij het positieve effect op de economische prestaties van minder groot gewicht vinden dan hun eigen deelname in het eigen vermogen van het verzelfstandigde bedrijf. Bij UT-Delfia was de financier niet in staat het effect ervan te beoordelen.

Beide directies kennen wel enige invloed toe aan de winstdelingsregeling voor het personeel, omdat het in de verhouding bedrijf en personeel van tijd tot tijd een rol speelt.

De eensgezinde beoordeling door management en financiers over de invloed van de eigen deelname in het aandelenkapitaal van het betrokken bedrijf door het zittende management op de economische prestaties versterkt een belangrijke conclusie uit hoofdstuk 6. Wij concludeerden daar dat een substantiële participatie in het eigen vermogen door de uitkopende directieleden een verhoging van hun persoonlijke risico's inhoudt en daardoor bij hen interventies uitlokt om te trachten deze risico's beheersen.

Bij TIP Europe zijn het topmanagement en de financier ervan overtuigd dat deelname door de meest belangrijke managers uit de divisies juist een grote invloed heeft op het economisch resultaat. Aan het bij TIP Europe gehanteerde aandelenoptie-plan wordt door hen nauwelijks effect toegeschreven, omdat bij aankoop hierover direct belasting moet worden betaald.

Na de MBO dragen de uitkopende managers en het personeel, weliswaar in uitlopende mate, hoger risico voor de economische prestaties van de onderneming. Op grond daarvan kunnen wij verwachten dat de aan de economische prestaties van het bedrijf gerelateerde beloningssystemen bij MBO's zullen toenemen. Daarom formuleren wij de volgende hypothesen:

4. *Na de MBO zal de toepassing toenemen van beloningssystemen die gerelateerd zijn aan de economische prestaties van het bedrijf. Hierbij komen in aanmerking variabelisering van een deel van het vaste loon, omzetbonussen, winstdelingsregelingen, optieregelingen, dividenduitkeringen, e.d.*

5. Na de MBO worden kostenbesparingen verkregen door de beloningen van het bestaande en van het nieuw aan te stellen personeel in overeenstemming te brengen met de voor de bedrijfstak-cao geldende beloningen.

mate van invloed op economische prestaties BELONING	1 geen	2 nauwelijks	3 enige	4 redelijke	5 grote
TIP Europe					
deelname in het eigen vermogen door topmanagement					x/y
deelname in het eigen vermogen door 20 middelmanagers					x/y
'ratchets' in de MBO-overeenkomst met het topmanagement					x/y
aandelenoptie-plan		x/y			
UT-Delfia					
eigen collectieve arbeidsovereenkomst na de MBO			x/y		
winstdelingsregeling management					x
idem voor het personeel			x/y		
deelname in het eigen vermogen door het management				y	x
idem voor overig personeel			x		
afbouwregeling lonen Unilevertijd				x/y	
nieuw personeel ingeschaald volgens bedrijfstak-cao				x/y	
vergroting variabel salarisdeel bij de wederverkopers				x	y
Boekhoven-Bosch					
deelname in het eigen vermogen door topmanager					x/y
aandelenbezit via spaarloon			x/y		
winstdeling personeel		y	x		

Tabel 8.4: Overzicht beloningsmaatregelen

8.6 Conclusies

Op basis van de resultaten van de case-studies trekken wij de volgende conclusies:

1. Uit de gedeeltelijke beantwoording van de financier van TIP Europe en de in veel gevallen afwijkende beoordeling van de financier van Boekhoven-Bosch zouden wij kunnen concluderen dat niet alle financiers gewend zijn en/of het nut er van inzien om het effect van bepaalde bedrijfsmaatregelen op het economisch resultaat in hun bedrijfsbeoordeling te betrekken. Zij kijken meer naar cijfers. De afwijkende beoordeling door de financier van Boekhoven-Bosch kan er ook op wijzen dat de economische prestaties van de MBO achterblijven bij zijn verwachting. Het verschil in beoordeling is in dat geval terug te voeren op verschil in beoordeling van het economisch succes van de MBO. Echter de afzonderlijk van elkaar verkregen beoordelingen van andere bedrijfsfunctionarissen als de controller en de bedrijfsleider van de in de tabellen gepresenteerde factoren, komen overeen met die van de algemeen directeur. Dit zou toch kunnen wijzen op een verschil in optiek in de beoordeling van management en financier.

2. Nieuwe prioriteiten op het gebied van de (des)investeringen vereisen bezinning op de omvang en ontwikkelingsrichting (de strategie ten aanzien van de marktsegmenten) van de organisatie en in het bijzonder op de personeelsomvang en andere bedrijfsactiva. Dit houdt in dat er na de MBO enige tijd geen personele uitbreiding plaatsvindt en zeer sterk op de kostenverhouding wordt gelet. In twee van de drie door ons beschreven case-studies worden efficiëntie-bevorderende maatregelen genomen om de kosten in de hand te houden en neemt de verbetering van de bruto-marge van de producten een belangrijke plaats in. Naast verkleining van het werkkapitaal richt de aandacht van het management zich op sanering van het bestaande assortiment, verbetering van de werkplanning, de logistiek en de kwaliteit van het produkt (zie tabel 8.1). Dit ter vergroting van de operationele flexibiliteit.
 Dat deze efficiëntie-bevorderende maatregelen niet voor de MBO zijn genomen, houdt verband met het feit dat naast kostenvermindering tevens investeringen nodig zijn om de economische prestaties van het betrokken bedrijf structureel te verbeteren. De hiervoor benodigde financiële middelen kan of wil het moederbedrijf niet ter beschikking stellen. Uit onze case-studies blijkt dat er tegelijkertijd flink wordt geïnvesteerd in bestaande en/of nieuwe producten en diensten die beter op de behoeften van de klanten aansluiten dan voor de MBO het geval was. Of het nu om 'premium trailers' gaat bij TIP Europe, om de samenstelling van en advisering over mengvoeder bij UT-Delfia of om bekorting van de doorlooptijd van drukorders bij Boekhoven-Bosch. Het creëren van strategische flexibiliteit (zie tabel 8.3) is een absolute vereiste en vergt een grote inspanning op het terrein van de structurele flexibiliteit om de organisatie hieraan aan te passen (zie tabel 8.2).

Naast interne groei hanteren de bedrijven overnames als extern groeimiddel. Alle drie de bedrijven uit onze case-studies schakelen bij hun poging de strategische flexibiliteit na de MBO te vergroten adviseurs in en laten de uitgangspunten van de plannen en prognoses van omzetten en winsten veelal dubbel op haalbaarheid toetsen. Onder meer door een zelf gekozen Raad van Commissarissen, de accountant en de financier. Het gaat daarbij uiteindelijk om de bepaling van de strategische ontwikkelingsrichting van het betrokken bedrijf.

3. Na de MBO vindt er bij alle drie de bedrijven, zij het bij de één geleidelijker dan bij de ander, als gevolg van de veranderde taakhoud van de nieuwe managers/eigenaren zowel centralisatie van strategische als decentralisatie van operationele beslissingsbevoegdheden plaats. Deze verandering is een direct gevolg van het ondernemerschap dat na de MBO op het topmanagement afkomt. Dit heeft weer tot gevolg dat meer aandacht wordt besteed aan de structuur en de kwaliteit van de informatieverschaffing, delegatie en opleidingsmogelijkheden van het personeel. Veel genoemde termen in dit verband zijn "platte organisatie met korte lijnen" ten behoeve van een "markt- en klantgerichte" opereren. In het ene geval verloopt de communicatie en terugkoppeling over prestaties via geautomatiseerde informatiesystemen die het wereldwijd opereren van een bedrijf mogelijk maken, in het andere geval via overleg op de werkvloer tussen nieuwe en oude clusters van functies. Verder ervaren de managers meer betrokkenheid met de doelen van het bedrijf en worden de middle managers door het uitkopend management consequenter dan voorheen op de voortgang aangesproken en beoordeeld.
4. De MBO leidt tot arbeidsvoorwaarden voor het personeel overeenkomstig de wensen van de nieuwe eigenaren. Dit heeft tot gevolg dat de beloning van het personeel meer afhankelijk wordt gesteld van het financiële resultaat van de onderneming dan voor de afsplitsing. Dit komt tot uitdrukking in regelingen met betrekking tot de participatie in het aandelenkapitaal (optieregeling voor aandelen), prestatiebeloning en winstdeling. Opvallend is dat waar de omzet duidelijk afhankelijker is van de persoonlijke contacten tussen verkoper en klant, voor het desbetreffende personeel het variabele deel in de beloning wordt vergroot.

In het volgende hoofdstuk worden de resultaten van de case-studies geanalyseerd via de invalshoek van de agency-benadering. Daarin gaan we na hoe de relaties tussen uitkopend management en personeel na de MBO *kunnen* komen te liggen en of hiervan impulsen uitgaan tot verbetering van de economische prestaties.

9 De agentschapsrelatie als verklaringsbron voor prestatieverbetering?

9.1 Inleiding

Door middel van de case-studies zagen wij hoe de managers/eigenaren na de MBO de relaties tussen enerzijds flexibiliteit naar binnen respectievelijk naar buiten en economische prestaties anderzijds trachten te besturen en te beheersen. Dit leverde een breed spectrum van bedrijfsmaatregelen op, waarmee het verband tussen flexibiliteit en economische prestatieverbetering op *het niveau van de onderneming* werd getoetst en verder uitgediept. Een analyse van de resultaten uit het vorige hoofdstuk toegespitst op *het niveau van de intern-organisatorische relaties* tussen uitkopen management en personeel, ontbrak. Verder onderzoek²⁷ naar deze relaties achten wij daarentegen wel van belang, hetgeen wij hieronder kort zullen toelichten.

Uit ons onderzoek van economisch succesvolle MBO's blijkt namelijk dat op operationele, structurele en strategische flexibiliteit vaak een beroep wordt gedaan. Dit kan verstrekkende gevolgen hebben voor de vormgeving en uitvoering van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden van het bij de MBO betrokken (top)management en personeel. Een goede afstemming van de intern-organisatorische relaties tussen uitkopen management en het personeel is ons inziens een voorwaarde voor een effectieve implementatie van het ondernemingsbeleid na een MBO. Daarom analyseren wij in dit hoofdstuk een deel van de resultaten uit onze case-studies over de samenhang tussen toegenomen flexibiliteit en economische prestaties. Wij stellen ons hierbij de vraag hoe deze (contractuele) intern-organisatorische relaties tussen management en personeel na de MBO eruit zullen kunnen zien. *De geldelijke beloning* en het *besluitvormingsproces* (onderdeel van de structurele flexibiliteit) bleken in ons onderzoek belangrijke factoren die door de geïnterviewden in verband brachten met de veranderingen na de MBO en met de toegenomen economische prestaties. Voor de afbakening van onze analyse beperken wij ons tot de mogelijke gevolgen voor de intern-organisatorische relaties tussen uitkopen management en personeel door de gesignaleerde veranderingen in deze factoren. Wij vragen ons daarbij af of hiervan op de economische prestaties van het bedrijf een positief effect mag worden verwacht. De keuze voor de geldelijke beloning en het besluitvormingsproces lichten wij toe in 9.2.

Als invalshoek voor de analyse van een deel van de onderzoeksresultaten uit onze case-

²⁷ Gedetailleerd onderzoek naar mogelijk causale verbanden tussen enerzijds de veranderde systematiek in de beloning en de besluitvorming en anderzijds de verbeterde economische prestaties hebben wij niet verricht. Wij hanteren een meer globale manier van kijken, d.w.z. de geïnterviewde MBO-managers uit de case-studies nemen aan dat een dergelijk causaal verband bestaat. Hierdoor krijgt dit hoofdstuk een verkennend karakter.

studies maken wij gebruik van de agency-benadering. Wij trachten hiermee de vraag te beantwoorden of lagere agency-kosten kunnen worden bereikt door na een MBO de (contractuele) relaties tussen management en personeel op een bepaalde wijze te besturen en te beheersen. Met behulp van genoemde benadering beschrijven wij de aard en inhoud van deze relaties tussen managers/eigenaren en personeel, zoals zij zich in werkelijkheid na een MBO kunnen voordoen. Door analyse van de intern-organisatorische relaties tussen uitkopend management en personeel na de MBO trachten wij argumenten te vinden waaruit een mogelijke verlaging van agency-kosten zou kunnen bestaan. Op deze wijze trachten wij op het niveau van de intern-organisatorische relaties tussen uitkopend management en personeel een plausibele verklaring te vinden voor de verbeterde economische prestaties van bedrijven na een MBO. De resultaten van de analyse zien wij als een basis voor hypothesevorming waarmee de mogelijke bijdrage van deze agency-relaties aan de verbeterde economische prestaties na de MBO zou kunnen worden getoetst.

Kort samengevat is het doel van dit hoofdstuk nagaan of de agentschapsrelatie tussen uitkopend management en personeel als verklaringsbron voor de verbeterde economische prestaties perspectief biedt. Om dit te bereiken gaan we na of met behulp van de agency-theorie een plausibele verklaring kan worden gegeven voor de verbeterde economische prestaties na een MBO. Daartoe gebruiken we gegevens uit de case-studies over veranderingen in de geldelijke beloning en het besluitvormingsproces na de MBO. Met nadruk stellen wij dat de empirische toetsing van de verklaring een geheel eigen onderzoeksopzet vergt en buiten het kader van onze studie valt. Hoogstens kan uit de analyse een richting worden afgeleid waarin de hypothesevorming zou kunnen plaatsvinden om het effect van de intern-organisatorische relaties na de MBO te bepalen op de ontwikkeling van de agency-kosten.

De indeling van dit hoofdstuk ziet er als volgt uit: eerst zetten we in 9.2 uiteen waarom en hoe wij de agency-theorie gebruiken voor de conceptualisering van de relaties tussen het uitkopend management en het personeel. In 9.3 beschrijven wij de veranderde inhoud van de (contractuele) intern-organisatorische relaties tussen de managers/eigenaren en het personeel aan de hand van de onderzoeksresultaten van de case-studies betreffende de veranderingen in het besluitvormingsproces (toegenomen structurele flexibiliteit) en de aangepaste beloningsstructuur. Wij concentreren ons hierbij op twee kernbegrippen in de te besturen relatie management en personeel, namelijk op de *beloning* en de *taakverdeling* tussen management en personeel in het *besluitvormingsproces* (onderdeel van de structurele flexibiliteit). In 9.4 volgt de analyse van de agentschapsrelatie als mogelijke verklaringsbron voor de prestatieverbetering en trekken wij enkele voorlopige conclusies over de door ons verwachte ontwikkeling van de agency-kosten van de relatie management en personeel na een MBO. In 9.5 geven wij een samenvatting en formuleren de voornaamste conclusies.

9.2 De agency-theorie

Om een relatie te kunnen leggen tussen factoren die het management direct kan beïnvloeden en het prestatieniveau van het bedrijf hebben wij bij onze analyse gebruik gemaakt van de agency-theorie. Deze economische organisatietheorie hanteert namelijk factoren zoals toezicht, rapportage en beloning, die door het management van de verzelfstandigde dochter direct beïnvloed kunnen worden. De theorie tracht inzicht te geven in de contractuele relaties tussen partijen in organisaties, die de basis vormen voor samenwerking en uitvoering van werkzaamheden. Door het opstellen van contracten, dit wil zeggen door het maken van wederzijdse afspraken, tracht de ene partij het gedrag van de andere partij in de door haar gewenste richting te beïnvloeden. Voorbeelden van deze beïnvloeding kunnen gevonden worden in de relatie financier - management en de relatie management - personeel. Hieronder zullen we de drie genoemde factoren toezicht, rapportage en beloning verder toelichten.

De keuze van de agency-theorie is naar onze mening gerechtvaardigd omdat in geval van een MBO de onderneming met al haar ervaring een nieuwe start maakt los van het moederbedrijf. Bij zo'n gebeurtenis ligt het voor de hand om op basis van nieuwe plannen en beleid hernieuwde afspraken c.q. contracten te maken enerzijds tussen management en financiers en anderzijds tussen management en personeel. Goede afspraken zijn nodig omdat als de MBO mislukt dikwijls alleen nog liquidatie en/of 'asset stripping' overblijven, welke voor het management en het personeel in het algemeen vergaande financiële en sociale gevolgen hebben. Hoewel wij het belang van contracten en afspraken in dit hoofdstuk onderstrepen, willen wij daarmee niet suggereren dat alle gedrag in organisaties hierdoor te regelen zou zijn (Perrow 1987, p. 235). De beperking die wij ons opleggen door bij de analyse van de empirische gegevens uit te gaan van de agency-theorie stelt ons in staat door te dringen tot de kern van de veranderende agentschapsrelaties na een MBO. De theorie gaat er daarbij vanuit dat de principaal (nieuwe eigenaar) er veel aan gelegen is om de uitgekochte onderneming met succes te continueren door zich van de maximale inzet van het personeel te verzekeren, terwijl hij daarvan niet zeker is. Dit kan zowel aan de principaal als aan de agent liggen. Hun doelstellingen hoeven niet per definitie gelijk te zijn. Teneinde de financiële gevolgen van het verschil in doelen tussen principaal en agent te minimaliseren, is het noodzakelijk dat er afspraken worden gemaakt. Contracten worden opgesteld die een optimale verdeling van risico's en prestatieprikkels (beloning) regelen en de agency-kosten, veroorzaakt door toezicht ('monitoring') en rapportage ('bonding'), beperken. Hieronder werken we de agency-theorie nader uit.

In de agency-theorie (Jensen en Meckling 1976, pp. 305-360) staat de contractuele relatie tussen twee partijen centraal. De ene partij, de agent, verricht werkzaamheden en neemt beslissingen voor of namens de andere partij, de principaal, in ruil voor een vergoeding. De essentie van de relatie ligt in de delegatie van beslissingsbevoegdheden van de

principaal naar de agent. De onderneming wordt in de agency-theorie beschouwd als een samenstel van contracten (wederzijdse afspraken) tussen personen of groepen van personen. De structuur van de contractuele relaties bepaalt in deze visie de organisatievorm van de onderneming.

De principaal-agent relatie treffen we in alle organisaties aan, behalve uiteraard in de eenmanszaken. Voor ons doel is het van belang de relaties tussen moeder- en dochtermanagement en tussen (dochter)management en personeel te onderscheiden, omdat door een MBO de rol van het (dochter)management duidelijk verandert.

De delegatie van beslissingsbevoegdheden bergt het risico in zich dat de agent beslissingen neemt die niet in het belang zijn van de principaal. Door tegengestelde belangen en door informatie-asymmetrie is het mogelijk dat de agent bij het nastreven van zijn eigen belang dat van de principaal schaadt. Hij kan bijvoorbeeld grote uitgaven doen voor een luxe auto of een luxe kantoor, of een grote staforganisatie opzetten, niet met het doel de economische waarde van de onderneming te maximaliseren, maar om aanzien, macht en prestige (immateriële beloningselementen) te verwerven. Ook kan hij zich onttrekken aan de verplichting een inspanning van behoorlijk niveau te leveren, omdat de principaal problemen heeft om zijn inspanningen waar te nemen en om na te gaan in welke mate die inspanningen het resultaat hebben beïnvloed ('monitoring' probleem).

De principaal zal daarom, om te stimuleren dat de agent beslissingen neemt die in het belang zijn van de principaal, trachten contracten te ontwerpen met een zodanige beloningsstructuur dat de risico's en prikkels, gezien vanuit oogpunt van de principaal optimaal over de partijen verdeeld worden. In de onderneming zal de principaal trachten een zodanig stelsel van contracten op te bouwen dat de tegenstrijdige doeleinden van de individuen met elkaar in evenwicht worden gebracht.

Een tweede manier om het risico te beperken dat de agent beslissingen neemt die niet in het belang zijn van de principaal, geven Fama en Jensen (1983, pp. 327-349). Zij stellen dat het agency-probleem beperkt kan worden door binnen het besluitvormingsproces een scheiding aan te brengen tussen 'decision management' en 'decision control'. In hun visie bestaat het besluitvormingsproces uit vier fasen:

1. initieëren: het genereren van voorstellen inzake de aanwending van middelen
2. ratificeren: het maken van een keuze uit de voorstellen
3. implementeren: het uitvoeren van het gekozen voorstel
4. monitoring: het beoordelen van de prestaties van de agenten en het vaststellen van de beloningen

Fama en Jensen combineren de fasen 1 en 3 tot 'decision management'. Deze fasen worden uitgevoerd door de agent. De fasen 2 en 4 worden gecombineerd tot 'decision control' en uitgevoerd door de principaal en/of diens vertegenwoordiger. De delegatie van beslissingsbevoegdheden blijft derhalve beperkt tot 'decision management'.

Deze beperking van beslissingsbevoegdheden geldt voor alle principaal-agentrelaties in een organisatie waar een scheiding is aangebracht tussen leiding en eigendom. Het is niet alleen van belang in de relatie tussen aandeelhouder en manager, maar ook in de relatie tussen manager en (overig) personeel in de organisatie. Door een splitsing van 'decision management' en 'decision control' tussen de hiërarchische niveaus wordt in de organisatie een systeem van 'checks en balances' opgebouwd. Dit is van belang omdat een resultaatafhankelijke beloningscomponent, die voor het management vaak een onderdeel vormt van de totale beloning, minder belangrijk of helemaal niet aanwezig zal zijn voor het personeel lager in de organisatie, waardoor geen financiële prikkel gegeven wordt om de waarde van de onderneming te maximaliseren.

In de relatie tussen principaal en agent worden regelingen getroffen om ongewenst gedrag van de agent tegen te gaan. Deze regelingen bepalen de manier waarop in het bedrijf met elkaar wordt omgegaan. Het zijn spelregels om met elkaar afspraken te maken, elkaar in de gaten te houden en elkaar te belonen. Dit brengt kosten met zich mee, de zogenaamde agency-kosten. Tot deze kosten rekent men de 'monitoring' kosten. Dit zijn kosten die de principaal moet maken bijvoorbeeld voor de instructie bij taakopdrachten, voor het uitoefenen van toezicht op de naleving van afspraken ('enforcement' kosten), bijvoorbeeld door middel van een planning en controlsysteem en budgetteringsoverleg.

2 Een tweede categorie agency-kosten zijn de 'contracting' kosten. Dit zijn kosten van contractopstelling en het beloningsplan (het zogenaamde 'incentive compensation plan'). Daarnaast behoren tot de agency-kosten de uitgaven die ontstaan omdat de agent gedetailleerde informatie moet verstrekken aan de principaal ('bonding'), bijvoorbeeld om aan te tonen dat zijn plannen de belangen van de principaal niet schaden. En omdat er ondanks alle regelingen altijd wel enig verschil blijft bestaan tussen de beslissingen die de agent (manager) neemt en de beslissingen die de waarde van de onderneming maximaliseren, zal er ook nog een residueel (kasstroom)verlies zijn voor de principaal (aandeelhouder). De residuele kasstroom is de kasstroom die aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd en resteert na voldoening van de lopende verplichtingen jegens ondermeer de werknemers, de schuldeisers, de overheid, de afnemers en de leveranciers. Dit verlies kan niet tot nul gereduceerd worden, omdat het te kostbaar en/of niet mogelijk is voor de principaal om toezicht te houden op alle activiteiten die de agent uitvoert en om dezelfde informatie te verzamelen als de agent. Door een verschil in risicohouding tussen principaal en agent inzake de investeringsselectie kan het agency-probleem vergroot worden. Dit is het geval wanneer de agent meer risico-avers optreedt dan de principaal.

3 Wij concluderen dat de som van de agency-kosten betrekking heeft op het geheel van regelingen tussen de managers/eigenaren en personeel en dat de kosten in mindering moeten worden gebracht op de voordelen van de samenwerking door beide partijen. Hieruit volgt dat het in het belang is van beide partijen om de agency-kosten te beheersen c.q. zo laag mogelijk te houden. Dit geschiedt door instructies over de te verrichten taken, de tegenprestaties en wijze van rapporteren en registreren (Van de Poel 1989, p.153). De vraag is welke contractuele relaties hiervoor het meest geschikt zijn?

In tabel 9.1 vatten wij de verwachte ontwikkeling samen van de agency-kosten na de MBO voor de relatie managers/eigenaren en personeel.

Kort samengevat komt de kern van de agency-theorie neer op het volgende:

- er vindt delegatie van taken en beslissingsbevoegdheden plaats van principaal naar agent;
- beide partijen streven naar een zo hoog mogelijk nut voor zichzelf;
- er is sprake van tegengestelde belangen en doelen tussen principaal en agent;
- de kans bestaat dat één van beiden beslissingen neemt die ten koste gaat van de welvaart van de ander.

De vraag die de agency-theorie aan de orde stelt, is hoe onder deze omstandigheden de contractuele relatie tussen het uitkopend management en het personeel na de MBO er uit zal kunnen zien? Hieronder verschaffen wij, zij het in beperkte zin, enige kwalitatieve gegevens over de door de MBO veranderde inhoud van deze interne (contractuele) organisatorische relaties aan de hand van een drietal case-studies.

9.3 MBO case-studies: een vergelijking

Onderstaande vergelijking wordt toegespitst op factoren die door het management direct beïnvloed kunnen worden en maakt grotendeels gebruik van de feitelijke informatie uit ons onderzoek die wij in de tabellen 8.2 en 8.4 in het vorige hoofdstuk presenteerden. Wij beperken ons daarbij tot die variabelen die de relatie manager-personeel profileren nadat de MBO-transactie is gesloten, te weten de geldelijke beloning en de taakverdeling in het besluitvormingsproces. Daarbij wordt noodzakelijkerwijs tevens aandacht geschonken aan de veranderde relatie tussen moeder- en dochtermanagement.

9.3.1 Geldelijke beloning

In alle drie de bedrijven hebben management en personeel na de MBO *aandelen*, echter in één geval (TIP Europe) zijn de aandelen aan de beurs genoteerd; in de andere twee gevallen niet en beperkt de handel zich tot een kleine interne markt (UT-Delfia) respectievelijk onderhandse markt of parallelmarkt (Boekhoven-Bosch). Bij TIP Europe is een *minderheid* van de aandelen in handen van het topmanagement en twintig sleutelfunctionarissen; bij UT-Delfia beschikt het management over een *meerderheidsparticipatie* en de rest van het personeel over een *minderheidsparticipatie*. De aandelen voor het personeel zijn ondergebracht in een stichting, dit geldt eveneens voor het personeel van Boekhoven-Bosch. Ook de algemeen directeur van deze drukkerij beschikt over een *minderheidsparticipatie*.

Bij UT-Delfia lagen voor de MBO de vaste bruto maandsalarissen boven het bedrijfstakniveau. Na de MBO worden deze salarissen niet bijgesteld, maar wel bevroren, totdat de bedrijfstakbeloning de achterstand heeft ingelopen. Het na de MBO aangenomen personeel wordt wel volgens de in de bedrijfstak geldende cao-normen beloond.

Bij TIP Europe, UT-Delfia en Boekhoven-Bosch ontvangen de commerciële medewerkers een *omzetbonus, commissie* of een relatief groot deel van de *omzet afhankelijke variabele beloning*, hoewel dit bij TIP al voor de MBO bestond. Na de MBO vindt er evenwel bij de drie bedrijven een herziening plaats.

Alle drie bedrijven kennen geen dertiende maand meer als automatisme in de beloningsvorm, maar een in mei van enig jaar uit te keren gedeelte van de vastgestelde *winst* voor zowel het topmanagement als het personeel. Boekhoven-Bosch kende deze winstuitkering al voor de MBO, maar toen was deze gerelateerd aan de concernwinst. Ook als het bedrijf verlies leed, maar het concern als geheel winst boekte, werd er een uitkering gedaan.

Het management van TIP Europe is met de durfkapitaalverstrekkers overeengekomen dat bij het realiseren van de afgesproken financiële doelstellingen zij het *recht* heeft tegen een vastgestelde relatief lage koers aandelen in het bedrijf te kopen. In dit bedrijf werd het gehele personeel na de MBO in de gelegenheid gesteld opties op aandelen van de eigen onderneming te kopen.

Het leidinggevend kader van Boekhoven-Bosch, gerekend vanaf het middenkader niveau (20-25 mensen), kent naast het algemene winstdelingssysteem nog een extra winstdeling, een soort gratificatiesysteem. De algemeen directeur bepaalt jaarlijks daarvan het percentage. Voor de MBO bestond deze regeling al met dien verstande dat na de MBO het percentage niet vast is maar afhankelijk is gesteld van de hoogte van de winst. De algemeen directeur heeft een eigen regeling met de Raad van Commissarissen.

9.3.2 Besluitvormingsproces

Na de MBO vinden veranderingen plaats in de organisatiestructuur van het bedrijf. In het *management team* zitten de directieleden na de MBO niet meer als collega's in een hiërarchische relatie aan tafel met uiteindelijk één baas, die, vanwege allerlei tussenschakels bij de moeder, zich voor budgetgoedkeuring niet rechtstreeks kon wenden tot de Raad van Bestuur, maar als collega's die gelijkwaardig *aandeelhouder/statutair directeur* zijn. Dat verandert de besluitvorming en de verantwoording erover aanzienlijk. De moeder die optreedt als coördinator, goedkeurder en voortgangsbeoordelaar (fasen 2, ratificeren en 4 monitoring in het besluitvormingsproces van Fama en Jensen) is er niet meer. Het (dochter)management heeft na de MBO niet meer te maken met het door de moeder opgelegde strategische beleid en de daarbij ter beschikking gestelde financiële middelen. Het moet eigen *beleid* maken en zorgen voor de gewenste *uitvoering*. Aan dat laatste was men veelal gewend, tenzij ook hier door de voormalige moeder opgestelde

1. De MBO
Bestuur

strikte richtlijnen moesten worden opgevolgd. Aan het eerste niet, maar dit wordt door hen als ondernemers als een verademing ervaren. Wij zouden kunnen stellen dat de verschillende fasen uit het besluitvormingsproces in één hand convergeren, zij het dat nu een merendeels door de huidige eigenaren benoemde Raad van Commissarissen als zakelijk klankbord fungeert. Voorheen lag het accent voornamelijk op het initiëren van voorstellen en implementatie (fasen 1 en 3) en bij het hoofdkantoor (de moeder) op goedkeuring en zorg voor de voortgangsrapportage (fasen 2 en 4), na de MBO zal het management eerst de neiging hebben zich met *alle fasen* te bemoeien. We constateerden in alle drie de bedrijven dat deze situatie niet al te lang duurde en dat het nieuwe topmanagement de verantwoordelijkheden en bevoegdheden delegeerde aan het middle management in de organisatie. Na de MBO worden deze sleutelfunctionarissen in het algemeen strakker beoordeeld op in onderling overleg met het topmanagement overeengekomen doelen.

Bovenstaande duidt erop dat de afstand tussen beleidsbepalend niveau en uitvoerend niveau kleiner wordt, vergeleken met de situatie toen men nog onderdeel was van het grote concern. De algemeen directeur of voorzitter van de directieraad bemoeit zich niet meer rechtstreeks met de operationele activiteiten. De wens om directer te kunnen reageren op signalen uit de markt in de zin van marktwerking en produktverbetering, om centraal de noodzaak tot efficiëntieverhoging te coördineren en ook om te kunnen anticiperen op toekomstige strategische ontwikkelingen, leidt bij de door ons bestudeerde MBO-bedrijven tot specifieke veranderingen in de taakverdeling. Zo krijgen de financieel directeur, de algemeen directeur en de directeur belast met de dagelijkse leiding van het operationeel gebeuren naarmate de zelfstandigheid van de onderneming ten opzichte van haar financiers toeneemt, er hoe langer hoe meer taken bij op het terrein van de ondernemingsstrategie. Hierdoor *verschijnen* er aparte staffuncties vooral op de terreinen van de financiële 'control', de planning en logistiek, de techniek en de kwaliteitszorg om respectievelijk de financieel-economisch directeur te ontlasten en de operationele directeurs (technisch/commercieel) te ondersteunen bij hun streven de efficiëntie, kwaliteit en de effectiviteit van de operationele activiteiten te bewaken en op te voeren. Om de algemeen directeur bij te staan in de planvorming voor het middellange termijnbeleid wordt de vorming van een functie op het terrein van de marktontwikkeling waargenomen, terwijl in een ander geval nieuwe functionarissen in de functie van adjunct-directeur op apart geformeerde 'profitcentres' worden aangesteld. Deels betreft dit nieuwe taken, deels oude die voor de MBO door vaak een directielid werden gedaan. Ook *verdwijnen* door de MBO (staffuncties die in de nieuwe opzet overbodig zijn. Het betreft dan functies die hun bestaan specifiek te danken hadden aan de informatie-uitwisseling tussen moeder en dochter of functies die door de uit te voeren reorganisaties overtollig zijn geworden. Bij alle drie de bedrijven wordt na de MBO nauwkeurig bekeken of elke staffunctie echt nodig is.

Verder kunnen wij bij de MBO-ondernemingen constateren dat de tijd die nodig is om tot

(grote) investeringen te beslissen na de MBO aanzienlijk verkort is. Er hoeft met de moeder geen overleg meer gevoerd te worden om goedkeuring en financiële middelen te verkrijgen. Daarbij moet opgemerkt worden dat in alle gevallen de moeder de laatste paar jaren voor de buy-out geen toestemming meer wilde verlenen voor grote uitbreidingsinvesteringen. Het investeringsniveau stijgt dan ook fors bij de bedrijven na de MBO.

Een deel van de investeringen bestaat bij alle drie bedrijven uit overnemingen. De MBO-bedrijven trachten door gerichte overnemingen de toegevoegde waarde van de producten in hun assortiment te vergroten. Om de overnamestrategie uit te kunnen voeren, zijn in alle drie bedrijven op het terrein van het algemeen en het financieel management andere functies en taakverdelingen nodig dan voor de MBO.

De financieringswijze van deze overnemingen verschilt voor de drie bedrijven. TIP Europe verwierf binnen een paar jaar beursnotering en kon op de kapitaalmarkt terecht voor additionele financiering ten behoeve van de groei. UT-Delfia, zonder de steun van durfkapitaalverstrekkers en gefinancierd met een normaal bankkrediet, hield de optie om binnen een paar jaar naar de beurs te gaan weliswaar open, doch voelde zich niet aangespoord zulks in snel tempo te doen. Om in de stagnerende markt toch te overleven richt zij zich op interne financiering, d.w.z. zij voegt de winsten toe aan haar reserves. Boekhoven-Bosch financierde deels met eigen cash flow, deels met vreemd vermogen.

In de door ons bestudeerde ondernemingen namen we nog andere intern organisatorische veranderingen waar, waarvan invloed uitgaat op de efficiëntie en effectiviteit van het besluitvormingsproces. Informatiesystemen worden na de MBO op eigen behoefte afgestemd en gehanteerd. Hoewel uit ons onderzoek blijkt dat al voor de MBO op dit terrein plannen zijn gemaakt, geven de respondenten aan dat de MBO in dit opzicht de uitvoering van voornemens versnelt. De informatie is meer gericht op de realisatie van eigen doelstellingen als zelfstandig bedrijf en niet meer op de beheersing van de dochtermaatschappij door de moeder. Er hoeft geen informatie meer geproduceerd te worden ten behoeve van de moeder die door de dochter nauwelijks gebruikt werd.

Door wijzigingen in de interne communicatie komt na de MBO meer profiel in de verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van de dienstverlening en de producten, zowel naar binnen als naar buiten. Ook dit wijst erop dat na de MBO over een breed front in de organisatie de puntjes op de 'i' worden gezet.

Na de MBO constateren wij bij de drie bedrijven dat de opleidings- en trainingsinspanning meer gericht wordt op de behoeften van het bedrijf. Bij UT-Delfia wordt volgens de respondenten meer aandacht besteed aan 'management development' dan voor de MBO, bij Boekhoven-Bosch richt de inspanning zich op de uitvoerende niveaus.

Ook de werving en selectie wordt sterker dan voor de MBO toegespitst op de affiniteit met het product en de branche.

9.4 Analyse

In onze analyse trekken wij de agentschapsrelatie aandeelhouder-manager door naar de relatie manager/aandeelhouder-overig personeel dat dikwijls eveneens als medeaandeelhouder van het bedrijf aangemerkt kan worden. Via de nieuwe manager/eigenaar van het verzelfstandigde bedrijf krijgt de agentschapsrelatie tussen de laatstgenoemde participanten na de MBO volgens ons een andere inhoud. Wij menen dat deze veranderingen in de agency relatie het beste weergegeven kunnen worden door de veranderde belonings- en besluitvormingsstructuur zoals die na de MBO ontstaan, te vergelijken met die van voor de MBO. Dit lichten wij hieronder toe.

9.4.1 Beloningsstructuur

De agency-literatuur stelt dat de optimale beloningsstructuur die de agency-kosten minimaliseert altijd een verdeling inhoudt van het resultaat (de winst) en dus van het risico tussen aandeelhouder en manager (Shavell 1979, pp. 55-73). Zo'n beloningsstructuur zal volgens de auteur leiden tot een grotere inspanning van de manager en het resultaat positiever beïnvloeden dan een beloningsstructuur die vaste beloningen hanteert. Naar analogie hiervan lijkt een dergelijke beloningsstructuur, ingeval sprake is van een MBO waarin het personeel deelneemt in het eigen vermogen van de verzelfstandigde onderneming, eveneens van toepassing op het overige personeel.

Wij hebben geen gedetailleerde informatie over beloningssystemen in ons onderzoek verzameld, omdat pas achteraf bleek dat de respondenten de beloning belangrijk vonden in hun verklaring van de verbeterde economische prestaties. Daarom is onze analyse gebaseerd op kwalitatieve beschrijvingen van de beloningsstructuren uit de case-studies. De volgende argumenten kunnen dan gegeven worden. Het valt op dat alleen vaste salarissen niet voorkomen. In alle gevallen krijgen managers en personeel extra prikkels om zich in te spannen. De deling van resultaat en risico uitmondend in gedeeltelijk winstafhankelijke beloningsvormen wordt doorgetrokken naar het personeel en ook naar de managers van de bedrijven die voor de MBO niet of nauwelijks dergelijke beloningscomponenten kenden.

Bij TIP Europe, een MBO die binnen twee jaar na de uitkoop beursnotering verwierf, is naast een winstdelingsregeling, een bonussysteem en het bezit van aandelen in het eigen bedrijf nog een andere prestatieprikkel en risico-element in het beloningscontract actief dan in de door bestudeerde bedrijven zonder beursnotering, namelijk het instrument opties op aandelen. Informatie over de huidige en toekomstige marktwaarde respectievelijk winstdeling speelt een belangrijke rol in de motivatie van het management en het personeel. De informatie over de marktwaarde is ingeval het bedrijf beursnotering heeft direct beschikbaar. Dit in tegenstelling tot de informatie over de winstdeling die schattenderwijs op basis van halfjaarcijfers bij de andere twee bedrijven ontstaat.

De motiverende werking van het beloningscontract hangt naar onze mening af van de mate waarin de omvang van het variabele deel in de beloning door de betrokkenen kan worden beïnvloed. Bij TIP Europe ligt beïnvloeding van de omzet en het resultaat door het operationele personeel meer voor de hand dan voor het personeel in de fabriek van het mengvoederbedrijf UT-Delfia. Het eerstgenoemde bedrijf kan worden getypeerd als een 'peoples business', d.w.z. omzet en resultaat uit de verhuur van trailers zijn rechtstreeks afhankelijk van persoonlijke kwaliteiten en netwerken van de 'branche' managers uit de divisies. Hetzelfde kan gezegd worden voor de commerciële functionarissen van het mengvoederbedrijf UT-Delfia. In het mengvoederbedrijf is de samenstelling van het (tastbare) produkt veevoeder en de daarbij horende dienstverlening aan de boer van groot belang. Zij kennen in tegenstelling tot het personeel in de fabrieken en de kantoren een variabele beloningscomponent die na de MBO fors toegenomen is. Hun totale beloningspakket bestaat, behalve uit een winstdeling, ook uit een omzet afhankelijke beloningscomponent (bonus). Zie 5.3 van de case-studies TIP Europe en UT-Delfia in de bijlage behorend tot hoofdstuk 8.

Op grond van deze waarnemingen bij twee case-studies, zouden wij voorzichtig kunnen concluderen dat in geval het inspanningsniveau per individu niet met 100% betrouwbaarheid gemeten kan worden, na de MBO juist bij het personeel van de buitendienst (de commerciële afdeling) dat een meer directe invloed heeft op het resultaat een grotere resultaat afhankelijke beloningscomponent wordt aangetroffen. = Even harder!
 Op deze manier tracht de principaal (management) te voorkomen dat de agent (personeel) minder dan optimale inspanningen levert (shirking) en dat er meer kosten voor toezicht moeten worden gemaakt.

Verder zouden we uit de resultaatafhankelijke beloningscomponenten van het beloningssysteem de specifieke mate van binding dan wel van bindingsmogelijkheden kunnen afleiden. Zo zijn de topmanagers bij de drie bedrijven na de MBO, door hun persoonlijke deelname in het aandelenkapitaal van het betrokken bedrijf, in de ogen van de financier, met handen en voeten aan het bedrijf gebonden.

Voor het overige personeel kan men afhankelijk van de functie-inhoud, over gradaties van binding spreken. Bij het mengvoederbedrijf en de drukkerij beheert een stichting de aandelen van het personeel; bij het bedrijf in de trailerhuursector nemen alleen de sleutelfunctionarissen deel in het eigen vermogen van het bedrijf en kan het gehele personeel het optierecht uitoefenen. Hieruit zouden wij kunnen afleiden dat de mate van binding met het bedrijf na de MBO positief correleert met de omvang van de prestatieprikkel en groter is naarmate de functionaris belangrijker is voor de economische prestaties van het bedrijf, d.w.z. meer invloed heeft op de winst van het bedrijf. Hiermede is niet gezegd dat lage prestatieprikkels geen positief effect hebben op de motivatie en het resultaat.

Wij concluderen dat vaste salarissen als directe vorm van belonen na de MBO niet de

Pie MBO case 2007

enige beloningsvorm meer zijn. Een vorm van beloning die na de MBO automatisch zijn intrede doet is de aan de winst respectievelijk aan de marktwaarde van de onderneming gerelateerde beloning voor hen die participeren in het aandelenkapitaal van de betrokken onderneming, te weten de winst, de dividenduitkering en de koerswinst op de aandelen bij een eventuele verkoop ervan. Deze uitgestelde beloningen (Thompson 1988, p.74) zorgen ervoor dat de managers/eigenaren en (sleutel)personeel niet (alleen) op kortetermijn winst mikken. De uitgestelde beloningsvormen die aan de boekhouding van een bedrijf zijn gerelateerd, zoals de winst- en omzetbonus, beogen hetzelfde effect.

Het gevaar is niet denkbeeldig dat in geval er extra beloningen voor het uitkopend management in het vooruitzicht zijn gesteld, de korte termijn oriëntatie bij het uitkopend management prevaleert. Wij doelen hier op de zogenaamde 'ratchets', die in de overeenkomst bij TIP Europe tussen financier en topmanagement zijn overeengekomen. Zij zijn bedoeld als een extra prikkel om het management te bewegen het betrokken bedrijf zo snel als mogelijk naar de beurs te brengen. Slaagt het daarin dan kan het de omvang van de belegging van de oorspronkelijke financiers terugbrengen naar kleinere proporties. Het management krijgt bijvoorbeeld de mogelijkheid om de omvang van de preferente aandelen terug te brengen ten gunste van het gewone aandeelkapitaal in het aandelenkapitaal. Andere 'ratchets' betreffen een substantiële verlaging van de rente als de onderneming van te voren overeengekomen doelen zou halen. Deze 'ratchets' kunnen min of meer het streven naar korte termijn winst bij het uitkopend management forceren, ondanks de bepaling dat zij afhankelijk worden gesteld van de realisatie van winstprognoses en beursgang binnen een gestelde termijn van 3-5 jaar.

9.4.2 Voorlopige conclusie

Hoewel uitgebreid onderzoek naar de beloningssystemen in relatie tot de economische prestaties na de MBO gewenst is, verwachten wij op grond van bovenstaande redenering dat de agency-kosten omlaag gaan. Het risico om de eigen inspanning te verminderen ten koste van de onderneming, wordt, indien een voldoende groot belang is gevormd bij de waarde van het bedrijf, door het individu uit zichzelf beperkt. Dit wordt door de theorie voorspeld en op grond van onze informatie uit de drie case-studies bevestigd. Door de werking van het aandelenbezit in het eigen bedrijf, de winstdelingsregeling al of niet gecombineerd met een bonussysteem, opties op aandelen en omzetafhankelijke beloningscomponenten, zal de agent door individuele zelf-controle en sociale controle zich eerder met de doelstellingen van het uitkopend management van de onderneming vereenzelvigen. Hierdoor zijn minder kosten van toezicht te verwachten omdat de kosten beperkt worden die door 'shirking' en ander opportunistisch gedrag ontstaan. Daartegenover staan hogere kosten van belonen als de winst van het bedrijf op een bepaald niveau is gekomen, de zogenaamde 'contracting costs'. Of er in de praktijk een causaal verband bestaat tussen de beloning na een MBO en verminderd opportunistisch gedrag blijft evenwel de vraag. Inzicht hierin is nodig om de kosten te kunnen meten die

vermeden worden door het voorkomen 'shirking' en ander opportunistisch gedrag. De hierboven besproken verwachte effecten zijn weergegeven in tabel 9.1 onder de argumenten: managers (en personeel) worden aandeelhouders en resultaat-afhankelijke beloning.

9.4.3 Besluitvormingsproces

Het agency-probleem kan behalve door het beloningscontract ook beperkt worden door binnen het besluitvormingsproces een scheiding aan te brengen tussen 'decision management' en 'decision control'. Na de MBO verdwijnt de bemoeienis van de moeder en komen in principe alle fasen van het besluitvormingsproces in één hand. Het topmanagement heeft zowel de leiding als de (mede-)eigendom van de onderneming. In theorie zou er dan geen agency-probleem meer zijn en dus geen agency-kosten. Echter in de praktijk is de MBO-onderneming vaak te groot en financieel te zwaar om alleen door de eigenaren geleid en gefinancierd te worden en zet de agentschapsrelatie zich voort tussen eigenaar/manager en personeel respectievelijk tussen outside-aandeelhouders en aandeelhouder/manager.

In alle gevallen wordt als grootste voordeel van de MBO genoemd de snelheid van de besluitvorming. Dit wil zeggen dat na de MBO de besluitvormingsfasen initiëren, ratificeren, implementeren en monitoring sneller, doeltreffender en efficiënter verlopen. Dat kan ons inziens alleen als het topmanagement weet welk beleid gevoerd moet worden en tevens in staat is dit uit te (laten) voeren. Men weet welke resultaten en op welke gebieden gewenst zijn en communiceert hierover met het middle management, onder andere over de beheersbaarheid van de resultaten. Het middle management onderneemt op zijn beurt acties om er zeker van te zijn dat de werknemers handelen in het beste belang van de organisatie. De gehele informatie-inspanning van de voormalige dochter voor het moederbedrijf, waar de dochter niet veel aan had maar wel voor moest betalen, wordt nu gebruikt voor vaststelling en uitvoering van prioriteiten die zij zelf noodzakelijk acht. Langdurig overleg met en verantwoording aan de moeder, die geen perspectief in continuering van de moeder-dochter relatie zag, is niet meer nodig. Het overleg met de financier, na de MBO meestal voortgezet via een of meer commissarissen in de Raad van Commissarissen van de afgesplitste onderneming, komt hiervoor in de plaats. Een wezenlijk verschil met het voormalig moederbedrijf is dat hij als lange termijn aandeelhouder zijn fiat aan de verzelfstandiging heeft gegeven en derhalve nauw betrokken is bij de periodieke voortgangsbeoordeling van de economische prestaties. Wij verwachten dat de 'monitoring' en 'bonding' hierdoor geïntensiveerd worden (zie tabel 9.1 het argument: het stroomlijnen van de informatie).

Verder constateerden wij in hoofdstuk 8 dat de structurele flexibiliteit van alle drie

bedrijven wijzigingen ondergaat. Het topmanagement, gedwongen door de noodzakelijke stap naar ondernemerschap, stootte in het kader van het besluitvormingsproces in de fasen initiëren en implementeren, taken naar beneden af en vroeg specifieke ondersteuning voor de fasen ratificeren en 'monitoring'. In de bedrijven blijkt na de MBO onder het management team een leidinggevend tussenniveau gecreëerd te zijn. Er komen functies bij (nieuwe overhead), er gaan functies af (oude overhead) en de taken voor het tweede echelon worden uitgebreid (zie 5.2 in de drie case-studies). De nieuwe taakverdeling in de organisatie kan ons inziens gezien worden als een herformulering van afspraken die de agenten duidelijker de prioriteiten van de nieuwe eigenaren van de onderneming in de functie doet beleven en het risico verkleint dat de agent beslissingen neemt die niet in het belang zijn van de principaal (zie tabel 9.1 de argumenten: overhead voor en na de MBO en managers worden ondernemers en delegatie).

Het systeem van 'checks and balances' dat in de hiërarchie via de gebruikelijke rapportages en budgetbesprekingen binnen het kader van de verantwoordelijkheidstelling gehanteerd wordt, dient voor de nodige (bij)sturing te zorgen. Volgens de respondenten heeft de terugkoppeling in tegenstelling tot voor de MBO voor de betrokken managers en personeel rechtstreeks gevolgen als blijkt dat zich tegenvallers voordoen. Men is genoodzaakt zelf met oplossingen te komen of de schade aan den lijve te ondervinden. Ook de 'checks and balances' tussen de leden van het topmanagement team zorgen ervoor dat de beslissingen meer in het belang van de waarde van de onderneming worden afgewogen en niet op het individuele, korte termijn belang van een afzonderlijke eigenaar/manager. Vergeleken met de situatie toen de moeder nog opdraaide voor de kosten verbonden aan consumptie tijdens het werk door haar 'zetbazen', zal de neiging tot verhoogde consumptie tijdens het werk door de nieuwe managers/eigenaren, een ander bestanddeel van de agency-kosten, verminderen. Dit zal plaatsvinden als na de MBO het management team bestaat uit gelijkwaardige aandeelhouders, die elk met een even groot percentage eigen vermogen participeren (zie tabel 9.1 de argumenten: directe 'checks and balances' en overhead na de MBO).

Of in de praktijk na de MBO intensievere management control (monitoring, bonding) tot lagere agency-kosten leidt, vergt nader onderzoek. Daaruit zou moeten blijken of onacceptabele acties van de kant van het management en personeel na een MBO vermeden worden, door bijvoorbeeld verantwoordelijkstelling? Welke acties zijn onacceptabel en zijn er na de MBO betere waarborgen dat de gewenste acties worden ondernomen?

9.4.4. Voorlopige conclusie

Op grond van bovenstaande bevindingen concluderen wij dat er na de MBO een intensievere 'monitoring' plaatsvindt. Toch hoeft dit nog geen hogere agency-kosten verbonden aan 'monitoring' (voortgangscontrole vanuit de top) en 'bonding' (informatieverschaffing naar boven) in te houden. Als reden hiervoor voeren we aan dat,

ondanks het feit dat de beloningsstructuur meer afhankelijk is gemaakt van de economische prestaties van het bedrijf, het merendeel van de personele kosten een vast karakter heeft. Bovendien vinden er direct na de MBO doorgaans voor enige jaren geen personele uitbreidingen plaats en keren de winstdelingsregelingen pas vanaf een bepaald niveau een deel van de winst uit. Daarom zouden wij kunnen stellen dat tegen dezelfde of slechts licht gestegen personele kosten de organisatie soepeler draait dan ervoor. Dat wil zeggen minder bureaucratisch is, beter voorstellen initieert, sneller keuzes maakt, effectiever veranderingen doorvoert en alerter de voortgang controleert.

Naast argumenten voor een verlaging van de agency-kosten, zijn er ook argumenten die een verhoging van deze kosten inhouden. Voorbeelden hiervan zijn het opzetten van nieuwe diensten en nieuwe voorzieningen (nieuwe overhead), zoals extra opleidingen en trainingen, het stroomlijnen van de informatievoorziening, een betere serviceverlening, de in 9.4.3 genoemde aanpassing van het beloningssysteem en opstelling van beloningscontracten. Soms valt de overhead c.q. indirecte kosten aanmerkelijk lager uit dan die voorheen aan de moeder moest worden betaald (zie 5.2 case-studies UT-Delfia b.v. en Boekhoven-Bosch b.v.) In ieder geval mogen wij concluderen dat naar iedere overhead na de MBO kritischer wordt gekeken dan voor de afsplitsing. Daarom denken wij dat door intensivering van de monitoring- en bondingactiviteiten en een verlaging c.q. kritische doorlichting van bestaande en nieuwe overhead er per saldo een verlaging van de agency-kosten kan optreden.

De agency-theorie voorspelt dat de nieuwe contractuele relaties tussen het management en het personeel voldoende prikkels opleveren die disciplinerend werken op de taakuitoefening en het beslissingsgedrag van de agent en dat dit opweegt tegen de extra kosten van beloning en de nieuwe overhead na de MBO. Met andere woorden de theorie voorspelt dat de organisatiestructuur (de structurering van de relaties tussen management en personeel) tegen de laagste agency-kosten tot stand zal komen. Op grond van onze informatie uit de case-studies lijkt hier wel wat voor te zeggen. In ieder geval zijn wij op grond hiervan niet té optimistisch over de grotere zakelijke betrokkenheid van het management en personeel bij de uitkomsten van de onderneming. Wij hebben duidelijk aanwijzingen gevonden dat het bewustzijn van zelfstandigheid (geen afwenteling van tegenvallers op de moeder) zich vertaalt in (nog) efficiënter en creatiever handelen (dan voorheen).

In tabel 9.1 vatten wij onze zienswijze samen met betrekking tot de verwachte ontwikkeling van de agency-kosten.

argumenten	monitoring costs	bonding costs	contracting costs
* overhead voor MBO	-	-	0
* overhead na MBO	+	0	0
* managers (en personeel) worden aandeelhouders	-	-	+
* resultaat-afhankelijke beloning	-	-	+
* managers worden ondernemers	-	-	+
* delegatie	-	-	0
* stroomlijnen van informatie	+	-	0
* directe 'checks and balances'	-	-	0

+ = toename; - = afname; 0 = geen effect

Tabel 9.1: Verwachte ontwikkeling van de agency-kosten na een MBO gezien vanuit de invalshoeken beloning en taakverdeling in de besluitvorming

9.5 Samenvatting en conclusie

Het doel van dit hoofdstuk is nagaan of met behulp van de agency-theorie een plausibele verklaring kan worden gevonden voor de verbeterde economische prestaties van bedrijven na een MBO. Hierin spelen de agency-kosten, opgevat als kosten die de principaal (het uitkopend management, tevens vermogensverschaffer) moet maken om de agenten (het personeel, soms vermogensverschaffers) voor hem de juiste beslissingen te laten nemen, een belangrijke rol. Hierboven hebben wij aangegeven waar de agency-kosten vandaan komen en hoe zij door de beloningsstructuur (beloningsprikkels) en het besluitvormingsproces (management control) kunnen worden beheerst.

Toch zijn ze voor de relatie management en personeel lastig te kwantificeren. Hoe komen wij er bijvoorbeeld achter of de agent geen verkeerde beslissingen voor de principaal (meer) neemt en verkeerde taken uitvoert, als gevolg van een bepaalde beloningsvorm als aandelenbezit of prestatiebeloning c.q. veranderde taak-, verantwoordelijkheids- en bevoegdheidsverdeling na de MBO? Welke beslissingen en taken zijn dat en hoe kunnen we de nadelige effecten die zouden zijn opgetreden voor de nieuwe eigenaren kwantificeren in termen van het bedrijfsresultaat c.q. de waarde van de onderneming? Hoe komen we er achter of de principaal c.q. de agent de kansen voor de onderneming sneller ziet en benut? Hoeveel extra inzet zij leveren vergeleken met de periode voor de MBO? Men doet kennelijk minder 'domme' dingen maar hoe stellen wij vast welke dat zijn en hoeveel de agency-kosten hierdoor worden verlaagd?

Met Van de Poel (1986, p.117) zijn wij van mening dat de agency-theoretische analyse op intern-organisatorische regelingen, waarschijnlijk vanwege het minder expliciete karakter

er van, lastiger is toe te passen dan op bijvoorbeeld de financiële contracten tussen topmanagement en aandeelhouders.

Om de theorie te testen is verder onderzoek nodig naar de operationalisering van de agency-kosten van de relatie management/eigenaar en personeel, anders blijft de volgende *conclusie* een ex post rationalisatie:

Indien een MBO economisch succesvol wil zijn, dan dienen de belonings- en besluitvormingsstructuur zodanig worden ingericht dat de prikkel om te presteren in het belang van de waarde van de onderneming nadrukkelijker aanwezig is dan voor de MBO. De betrokken managers en personeel dienen meer risico te dragen voor de uitkomsten van de resultaten van de onderneming dan ervoor. De principaal (uitkopend management) zal daarom, om te stimuleren dat de agent (het personeel) beslissingen neemt die in het belang zijn van de principaal, trachten contracten te ontwerpen met een zodanige besluitvormings- en beloningsstructuur dat de risico's en prikkels, gezien vanuit oogpunt van de principaal optimaal over de partijen verdeeld worden.

Wij veronderstellen dat door de verhoogde intensiteit en kwalitatieve verbetering van de monitoring en bonding, ondanks de verhoging van de kosten van beloning en de nieuwe overhead, de economische prestaties van de onderneming na een MBO positieve impulsen ondergaan. Per saldo denken wij dat de agency-kosten lager zullen uitvallen.

Verantwoordelijk voor deze impulsen zijn volgens ons de volgende bevindingen uit de case-studies: een korte afstand tussen beleid en uitvoering, een snelle besluitvorming, een toegespitste informatievoorziening (ook ten behoeve van de nieuwe externe aandeelhouders), een aangepaste interne organisatie(structuur), een rechtstreekse wijze van management door doelstellingen en een groter belang, zowel zakelijk als privé, van alle betrokkenen bij de waarde van de MBO-onderneming.

Hierdoor is het plausibel dat er een grotere arbeidsinspanning door de betrokkenen wordt geleverd. Dit komt mede tot uitdrukking in een grotere kostenbewustheid en aliertheid om kansen te benutten, terwijl de weerstand tegen veranderingen die de MBO te weeg brengt daardoor kleiner is dan zonder financiële participatie. Bovendien is men na de MBO meer op elkaar aangewezen dan ervoor en zal men meer geneigd zijn met elkaar samen te werken en minder bereid zijn de kantjes ervan af te lopen. Dit resulteert in een grotere bereidheid om in de primaire en de ondersteunende processen verbeteringen door te voeren. Als het inspanningsniveau van het personeel niet met 100% betrouwbaarheid gemeten kan worden, treffen wij na de MBO juist bij het personeel, dat een meer directe invloed heeft op het resultaat, een grotere resultaat-afhankelijke beloningscomponent aan. Wij verwachten dat de mate van binding met het bedrijf na de MBO positief correleert met de omvang van de prestatieprikkel en groter is naarmate de functionaris meer invloed heeft op de winst het bedrijf.

In tabel 9.1 hebben wij de mogelijke argumenten samengevat waardoor de agency-kosten lager, gelijk of hoger zullen zijn dan voor de MBO. Volgens de tabel kunnen de agency-

kosten van de relatie management-personeel na de MBO dalen, stijgen of gelijk blijven. Gezien het aantal factoren waarvoor wij een verlaging van de agency-kosten voorspellen, denken wij dat per saldo deze kosten voor de onderneming zullen dalen. Het is echter niet mogelijk het effect van iedere categorie agency-kosten te voorspellen, als wij niet beschikken over de mogelijkheid de maatstaven te specificeren die deze agency-kosten beïnvloeden en de omvang ervan te meten. In conceptuele zin hebben wij de mogelijke betekenis van dergelijke factoren verkend. Verder onderzoek is nodig naar de operationalisering van de agency-kosten, willen wij de betekenis van de agency-theorie voor de inrichting van organisaties in de vorm van contractuele relaties tussen management en personeel op juiste waarde kunnen schatten.

10 Bevindingen en conclusies

10.1 Inleiding

In het navolgende geven wij eerst een opsomming van de bevindingen uit ons onderzoek naar de ontwikkeling van de MBO in Nederland gedurende de periode 1980-1990. Tevens formuleren wij de voornaamste bevindingen uit de empirische literatuur over de verklaringen voor de toegenomen economische prestaties na een MBO. Daarna komen de conclusies aan bod die wij formuleren op grond van drie empirische deelonderzoeken.

Het eerste deelonderzoek heeft betrekking op een vergelijking van de economische prestaties, uitgedrukt met behulp van financiële ratio's (zie: p.110 en de bijlage behorend bij hoofdstuk 5), van 73 Nederlandse MBO's met de branchegemiddelden. Het tweede deelonderzoek stelt een additionele verklaring op voor de verbeterde economische prestaties van 22 succesvolle MBO's aan de hand van een verkennend onderzoek (NIB 1985) naar de samenhang tussen enerzijds de factoren die de flexibiliteit van de onderneming naar binnen en naar buiten bevorderen en anderzijds de toegenomen economische prestaties na een MBO. Het derde deelonderzoek werkt de geassocieerde samenhang verder uit tussen flexibiliteit naar binnen en naar buiten en de toegenomen economische prestaties. Dit ten behoeve van de formulering van hypothesen die deze samenhang kunnen testen. Hiervoor zijn een drietal case-studies uitgevoerd.

Ter aanvulling hierop wordt op het niveau van de intern-organisatorische relaties tussen uitkopend management en personeel geanalyseerd of de agentschapsrelatie als mogelijke verklaringsbron voor de prestatieverbetering perspectief biedt. Achter iedere bevinding en conclusie staat een paragraafaanduiding.

In 10.3 besteden wij aandacht aan hetgeen specifiek is voor een MBO en niet geldt voor andere ondernemingen. De gedachte dat een MBO een panacee tegen alle kwalen is, wordt bestreden in 10.4. We vermelden daar enkele ervaringen van de bedrijven na afsluiting van onze cases-studies waaruit blijkt dat de MBO zeker geen garantie voor succes is, maar voor een belangrijke verworvenheid wel navolging verkrijgt.

10.2 Bevindingen en conclusies

1. Uit publiek toegankelijke informatiebronnen concluderen wij dat in Nederland gedurende de periode 1980-1990 in totaal circa 260 MBO's zijn uitgevoerd²⁸. Het merendeel, circa 54% ofwel 140 bedrijven, betreft kleinere MBO's met een personeelsbestand van <100 werknemers. Daarna volgen de groepen middelgrote en

²⁸ Volgens ingewijden uit de banksector ligt het werkelijke aantal MBO's een factor drie hoger, omdat de kleinere, doorgaans bancaire gefinancierde MBO's veelal om redenen van geheimhouding niet in de publiciteit willen komen (par.3.2).

grote bedrijven met respectievelijk 18% (n=46) en 19% (n=49). Van de resterende 25 konden wij de personeelsomvang niet vaststellen (par.3.5).

2. In het algemeen bestaat er bij betrokkenen terughoudendheid om informatie over de omvang van de MBO-transactie te verstrekken. In slechts 10% van de 260 door ons geregistreerde gevallen is gedurende 1980-1990 de uitkoopprijs bekend gemaakt (par.3.2).
3. Verreweg de meeste MBO's komen voort uit concerns (222), de zogenaamde divisionele MBO's. In 36 gevallen zijn MBO's van zelfstandige bedrijven waargenomen. Leden van het zittend management nemen in dat geval de aandelen over van de oprichter-eigenaar. In één geval is een 'going private' gesignaleerd. Dit is een MBO waarbij de onderneming door het management van de beurs wordt gehaald (par.3.2).
4. De MBO als laatste redmiddel om het bedrijf van de ondergang te redden, is gedurende de periode 1980-1983 in 66% van alle MBO-transacties de overwegende reden. In de periode 1987-1990 komt deze defensieve vorm van de MBO nog wel voor (circa 16% van de transacties), maar de belangrijkste reden voor de MBO verschuift in die periode naar een actieve manier om de bedrijfsactiviteiten van het moederbedrijf te herschikken. (67% van de transacties tegen 28% in de periode 1980-1983). Daarmee wordt aangetoond dat het MBO-concept een volwaardig herstructureringsinstrument is dat niet alleen wordt toegepast als (moeder- en of dochter-)bedrijven in financiële problemen raken als gevolg van een conjuncturele neergang (par.3.3).
5. Toepassing van venture capital bij MBO's is in 1990 ten opzichte van 1984 bijna verviervoudigd (f 136 mln tegen f 28 mln). Uitgaande van de vuistregel dat de bij de NVP aangesloten particuliere participatiemaatschappijen (ppm) gemiddeld voor 20% deelnemen in het eigen vermogen van de MBO, wordt de totale waarde van het gedeelte van de MBO-markt waarbij deze maatschappijen zijn betrokken gevonden door het jaarlijks in MBO's door hen geïnvesteerde bedrag aan venture capital met een factor vijf te vermenigvuldigen (par.3.2).
6. De industriële sector levert de helft van de tussen 1980-1990 uitgevoerde MBO's. Het aandeel van de zakelijke dienstverlening stijgt van 4% gedurende de periode 1980-1983 naar 32% in de periode 1987-1990 (par.3.2).
7. Empirisch onderzoek naar de economische prestaties van ondernemingen na een MBO laat positieve effecten zien op financieel-economisch criteria als efficiëntie, produktiviteit, winstgevendheid, omzet, cash flow, aandelprijzen, aandeelhouder-

waarde, rendement op investeringen, buitengewone winsten, financiële ratio's etc. Deze effecten zijn echter gemeten op korte termijn. De vergelijking van de financieel-economische prestaties van het betrokken bedrijf spitst zich toe op 1 jaar voor en 1 à 2 jaar na de MBO. Over de ontwikkeling van de economische prestaties op een termijn van drie tot vijf jaar bestaat onduidelijkheid. Er ontbreken Nederlandse studies die de toegenomen economische prestaties van de MBO's vergelijken met de economische prestaties van controlegroep-ondernemingen (par.4.3).

8. Uit het eerste deel van ons empirisch onderzoek naar de financiële ratio's (p.228) van 73 Nederlandse MBO's en branchegemiddelden over een periode van zeven jaar blijkt dat cash flow, omzet en bedrijfsresultaat na de MBO meer toenemen dan de branchegemiddelden. De volgende deelconclusies onderstrepen dit (par.5.7):
 - a. De categorie grote en middelgrote MBO's vertonen voor wat betreft de REV, de RTV en de CFR significant vaak betere prestaties dan de hiermee corresponderende branchegemiddelden. Er zijn sommige significante aanwijzingen gevonden dat dit ook geldt voor de groep kleine MBO's, zij het minder ferm, vanwege de beperkte rapportageplicht voor kleine bedrijven. Voegen wij de waarnemingen van kleine en grote MBO's met betrekking tot de solvabiliteit en de rentabiliteit samen dan wordt de frequentie van de gevonden positieve verschillen met de brancheverschillen significant groter. Dit duidt er op dat de kleine MBO's het zeker niet slechter doen dan het bedrijfstakgemiddelde, met uitzondering van de waarnemingen van de liquiditeitsratio's.
 - b. De grote en middelgrote MBO's wijken met hun omloopsnelheid van het totale en van het eigen vermogen (OMTV en OMEV) de eerste vier jaar na de MBO statistisch gezien in positieve zin af van het branchegemiddelde. Het is aannemelijk dat dit komt door de hogere omzetten en niet door een lager vermogen. Dit leiden wij namelijk af uit de onderzoeksresultaten van de solvabiliteit. De aanvankelijk relatieve achteruitgang van deze ratio is in één jaar na de MBO ten opzichte van het branchegemiddelde ingelopen. Wij leiden hieruit af dat uit de winsten de eigen vermogen component weer op peil hebben gebracht. Hierdoor achten wij het plausibel dat de hogere OMTV en OMEV uit hogere omzetten verklaard moeten worden en niet uit een lager balanstotaal c.q. een lager vermogen.
 - c. De naar verhouding tot de branche ruime liquiditeitspositie bij de grote en middelgrote MBO's en de lagere omloopsnelheid van de post debiteuren zou kunnen betekenen dat Nederlandse MBO's ten opzichte van het branchegemiddelde grotere coulantie tegenover afnemers/debiteuren betrachten. Voor de categorie kleine MBO's kunnen wij deze conclusie niet trekken, omdat zij na de MBO circa gedurende drie jaren achtereen een slechtere liquiditeit vertonen dan het branchegemiddelde.

Een andere verklaring voor de ruime liquiditeitspositie bij de grote en middelgrote MBO's is het ontbreken van een hoge leverage in de financiering zoals bij veel Amerikaanse MBO's het geval is. Na 1 à 2 jaar wijkt de solvabiliteitspositie van de MBO's niet meer significant af van het branchegemiddelde. Een stringent voorraaden- en debiteurenbeleid tot uitdrukking komend in een strakke liquiditeitsplanning en werkkapitaalplanning wordt door het management na de MBO blijkbaar niet nodig geacht. Deze conclusie sluit aan bij een studie van de NIB waaruit blijkt dat Nederlandse MBO's tussen 1977-1985 gemiddeld 27 % eigen vermogen, 54 % vreemd vermogen en 19 % achtergestelde lening bij de financiering van de uitkoop gebruiken. Vergelijken wij deze uitkomsten met die van een Amerikaans onderzoek (Crawford 1987, p.42) dan kunnen wij concluderen dat Nederlandse MBO's met ruim twee maal zoveel eigen vermogen en circa 10 % minder vreemd vermogen zijn gefinancierd dan hun Amerikaanse tegenhangers.

- d. Offensieve MBO's scoren op financiële ratio's niet statistisch significant anders dan defensieve MBO's.
9. Diverse onafhankelijk van elkaar uitgevoerde empirische onderzoeken naar de economische prestaties van ondernemingen na een MBO (gemeten voor belasting, rente en afschrijving) door Kaplan en Singh wijzen uit dat het toegenomen bedrijfsresultaat, de verbeterde netto cash flow, de groei van de verkopen en de toegenomen omzetsnelheid van de voorraden en debiteuren aan *interventies* van het management te danken zijn. Deze interventies zijn door deze auteurs met behulp van onderstaande hypothesen getoetst (par.4.6.3):

Hypothesen	Kaplan	Singh
1. verlaging agency-kosten of nieuwe motivatieprikkels	+	
2. uitkeren van vrije kasstroom aan nieuwe aandeelhouders	+	
3. herstructureren van de activa / betere bedrijfsvoering	+	+
4. herwaardering van activa	-	
5. waarde transfer van de vreemd vermogensverschaffers en het personeel naar nieuwe aandeelhouders	-	

10. De *niet-interventiegerichte* argumenten om de verbeterde economische prestaties na een MBO te verklaren, zoals de informatievoorsprong van het management waardoor een lage prijs voor de uit te kopen onderneming wordt betaald en het uit zelfbescherming overnemen van de onderneming door het zittende management, kunnen op grond van het onderzoek van Kaplan en Singh niet worden bevestigd. Ook het verkrijgen van belastingvoordelen respectievelijk het opheffen van een inadequate 'leverage' in de ondernemingsfinanciering wijzen deze auteurs als enige verklaring voor de economische prestatieverbetering af (par.4.6 en 4.7).

Kieschnicks onderzoek naar de ontstaansredenen van MBO's ondersteunt de meeste interventie-hypothesen, namelijk 1, 3 en 5 (par.4.5). Hypothese 4 valt buiten zijn onderzoek en over hypothese 2 verschillen beide auteurs van mening.

11. De conclusie dat interventies door het uitkopend management ten grondslag liggen aan de waardecreatie na de MBO, is gebaseerd op analyse van financiële jaarcijfers van ondernemingen. Deze analyse verschaft geen informatie over de door het uitkopend management na de MBO aangebrachte veranderingen in de bedrijfsvoering en organisatie. Hetzelfde commentaar kan gegeven worden op het onderzoek van Coye en Wright. Zij geven hooguit een richting aan dat de waarde gecreëerd zal zijn door de herstructurering van de bedrijfsactiva en verbetering van de bedrijfsvoering. Inzicht ontbreekt hoe het uitkopend management dit bereikt (par.4.4.7 en par.4.6.4).
12. Het tweede deel van ons empirisch onderzoek bij Nederlandse succesvolle MBO's naar een groep samenhangende factoren die de veranderingen na de MBO kenmerken en de verbeterde economische prestaties, levert een significant associatief verband op tussen toegenomen *flexibiliteit* en verbeterde *economische prestaties* (par.6.8). Hierdoor wordt de empirische basis uit de studies van Kaplan en Singh versterkt om de interventies van het management in de organisatie na een MBO nader te onderzoeken op hun bijdrage aan de economische prestaties.
13. Uit de vergelijking met een controlegroep ondernemingen (IBO's) blijkt dat uitkopende managers (MBO's) significant vaker maatregelen treffen ter verbetering van de flexibiliteit naar binnen en naar buiten. De verklaring hiervoor zoeken wij in de substantiële deelname door de uitkopende directieleden in het eigen vermogen van het afgesplitste bedrijf. Door zelf in de overname te investeren zullen zij effectieve maatregelen op het gebied van de flexibiliteit nemen om de risico's van hun investering beter te beheersen (par.6.8).
14. De flexibiliteit heeft zowel betrekking op de flexibiliteit naar binnen (operationele en structurele flexibiliteit) als naar buiten (strategische flexibiliteit). Op beide vormen van flexibiliteit zien de uitkopende managers zichzelf veel invloed uitoefenen. Flexibiliteit naar binnen omvat met name bedrijfseconomische veranderingen tot uitdrukking komend in aanpassingen in de organisatiestructuur en de vrijheid van handelen. Flexibiliteit naar buiten betreft de maatregelen die de marktgerichtheid van het bedrijf na de MBO vergroten, zoals veranderingen in het verkoopsysteem en de te hanteren informatie over klanten, markten, overheid, banken, etc (par.6.8).
15. Gelet op deze bevindingen inzake de significante samenhang tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties, concluderen wij dat de in de loop van de tachtiger jaren optredende conjuncturele verbetering en de bij sommige Nederlandse defensieve MBO's toegepaste kwijtschelding van de schulden door het

moederbedrijf, niet kunnen gelden als enige verklaringen voor de betere economische prestaties na de MBO (par.6.7.3).

16. Twee redenen voor verzelfstandiging worden op grond van onze test positief geassocieerd met economisch succesvolle MBO's. Deze redenen zijn: ten eerste persoonlijk verschil van inzicht in de koers voor de te verzelfstandigen onderneming tussen het uitkopend management en het moedermanagement en ten tweede het percipiëren van betere marktkansen voor het uit te kopen bedrijf. Beide redenen zijn consistent met de bij succesvolle MBO's geconstateerde toegenomen flexibiliteit naar buiten (par.6.8).
17. De op grond van onze test verkregen positieve associatie tussen economische succesvolle MBO's en de behoefte aan beschermingsmaatregelen tegen overname is in overeenstemming met de wens en ambitie van het uitkopend management om zelfstandig te ondernemen (par.6.8).
18. In het derde deel van ons onderzoek ten behoeve van verdere empirische toetsing van de waardecreatiehypothese, leveren onze case-studies naar het associatieve verband tussen toegenomen flexibiliteit en economische prestaties de volgende hypothesen op:
 - a. Afhankelijk van de reeds bereikte graad van efficiëntie in de bedrijfsvoering zijn de verbeteringen van de economische prestaties na een MBO op korte termijn afhankelijk van de verbeteringen van de operationele flexibiliteit (par.8.2).
 - b. De economische prestaties na de MBO zijn afhankelijk van de verbetering van de structurele flexibiliteit. Deze houdt in (par.8.3):
 - een vermindering van de overheaduitgaven en van de omvang van stafdiensten;
 - een centrale financiële economische beheersing en decentralisatie van de marketing- en winstverantwoordelijkheid in de uitvoering;
 - een directe communicatie en snelle terugkoppeling over te bereiken doelen tussen top en uitvoering op basis van kwalitatief verbeterde informatie-uitwisseling;
 - een voor de klant en het personeel herkenbare verankering van verantwoordelijkheid voor kwaliteit van de producten in de organisatie;
 - een toegenomen veranderbereidheid bij het personeel om verbeteringsvoorstellen in de praktijk te brengen.
 - c. Na de MBO is de keuze voor het produkt c.q. de dienst en de wijze van klantbenadering bepalend voor de economische prestaties. Dit gaat gepaard met

- sanering van het bestaand assortiment en herallocatie van investeringsmiddelen (par.8.4).
- d. De nieuwe managers/eigenaren richten zich bij de interne groei op vergroting van de brutomarge en nemen exploitatiebeslissingen gericht op een concurrerend kostenpeil (par.8.4).
- e. De externe groei na de MBO geschiedt door overname van (horizontaal) gerelateerde bedrijven met een hogere toegevoegde waarde op hun producten dan het bestaande assortiment (par.8.4).
- f. Na de MBO worden kostenbesparingen verkregen door de beloningen van het bestaande en van het nieuw aan te stellen personeel in overeenstemming te brengen met de voor de bedrijfstak-cao geldende beloningen.
- g. Na de MBO zal de toepassing toenemen van beloningssystemen die gerelateerd zijn aan de economische prestaties van het bedrijf. Hierbij komen in aanmerking variabilisering van een deel van het vaste loon, omzetbonussen, winstdelingsregelingen, optieregelingen, dividenduitkeringen, e.d.
19. De agency-theoretische analyse in hoofdstuk 9 leverde een beschouwing op over de mogelijke betekenis van de agentschapsrelatie tussen het uitkopend management en het personeel als verklaringsbron voor de verbeterde economische prestaties na een MBO. De argumenten, die wij aan deze analyse van een gedeelte van de case-studies onlenen, voorspellen een 'overall' verlaging van de agency-kosten en zijn afgeleid uit de invalshoeken beloning en taakverdeling in het besluitvormingsproces (onderdeel van de structurele flexibiliteit). Zie paragraaf 9.4.1 t/m 9.4.4 en tabel 9.1. Verder empirische onderzoek naar de operationalisering van agency-kosten is noodzakelijk om testbare hypothesen te kunnen opstellen waarmee de praktische betekenis van deze theorie op zijn economische en organisatorische mérites kan worden vastgesteld.

10.3 Waar de MBO-onderneming zich van andere ondernemingen onderscheidt: een conceptueel model

De MBO onderscheidt zich van de startende onderneming omdat het betrokken bedrijf met een *bestaand produkt* op een *bestaande markt* opereert. Doorgaans heeft het zittende management *managementervaring* in het bedrijf opgebouwd en weet het als geen ander wat de *sterke en zwakke kanten* zijn van het bedrijf. Ook ten opzichte van het moederbedrijf is het management van de af te splitsen dochteronderneming op laatstgenoemd punt in het voordeel.

Er is echter nog een ander belangrijk verschil dat ook geldt ten opzichte van zelfstandige bedrijven waarvoor bovengenoemde specifieke verschilpunten niet opgaan. Dit is de (in

de ogen van de financier) substantiële *eigen deelname* in het aandelenkapitaal van de af te splitsen onderneming door leden van het zittende management. Hierdoor komen leidinggeven en eigendom in één hand samen en draagt de nieuwe eigenaar/directeur zelf de kosten in plaats van deze *af te kunnen wentelen* op anderen, zoals bijvoorbeeld op het moederbedrijf. Dit vergroot de neiging bij het uitkopend management (en personeel) om na de MBO nog sterker de kosten te beheersen, beter de kansen te benutten dan voorheen en hiervoor de noodzakelijke veranderingen aan te brengen.

Kortom, in geval van een MBO hebben we te maken met een bestaande onderneming, op een bestaande markt, met ervaren management die een nieuwe start maakt en daarvoor (soms) gunstige condities met het moedermanagement kan bedingen en de onderneming als (mede)eigenaar voor eigen rekening en risico voortzet. Soms *participeert het voltallige personeel* of een selectie hieruit in het eigen vermogen van de uit te kopen onderneming, waardoor ook het mede-eigenaar wordt. Aangetrokken tot de relatief hoge rendementen op investeringen in MBO's, zijn in toenemende mate de *participatiemaatschappijen* geïnteresseerd geraakt in MBO's. Soms is die interesse in MBO's geïnspireerd door het realiseren van een vlotte beursgang en beperkt het aandeelhouderschap zich bij de zogenaamde 'financial driven deals' tot een korte periode. Onze indruk is dat deze MBO's in ons land niet vaak voorkomen. In het merendeel van de gevallen (de 'operational driven deals') betreft de participatie in het aandelenkapitaal van de verzelfstandigde onderneming in Nederland een periode van vijf tot acht jaar. Daardoor neemt de betrokkenheid en controle van de kant van een beperkte groep financiers als lange termijn aandeelhouders bij het doorvoeren en bijstellen van het ondernemingsbeleid toe.

Deze combinatie van kenmerken maakt de MBO ten opzichte van andere ondernemingen tamelijk uniek. Het combineert namelijk een essentieel kenmerk van veel familiebedrijven, waarbij leidinggeven en eigendom in één hand liggen, met die van schaalgrootte van voornamelijk door managers geleide bedrijven. In tegenstelling tot veel familiebedrijven hebben de belangentegenstellingen en conflicten in de familie van de manager/eigenaar nog geen kans gehad het ondernemingsbeleid na de MBO te beïnvloeden, hetgeen bij deze bedrijven soms als nadeel wordt genoemd. Ingeval er sprake is van een uitkopend managementteam zal dit euvel zich vrijwel niet voordoen.

Bij economisch succesvolle MBO's schept deze combinatie van kenmerken omstandigheden waarin de flexibiliteit wordt beloond. Dit lichten wij hieronder toe aan de hand van onze bevindingen van het onderzoek naar het associatieve verband tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties bij succesvolle MBO's.

Voor de MBO zal het uitkopend management geen maatregelen nemen die de prijs van de uit te kopen onderneming opdrijven. Als de eigendom van de betrokken onderneming aan leden van het zittende management is overgedragen dan blijkt uit ons onderzoek dat de nieuwe eigenaren/directeuren de marktmogelijkheden beter kunnen inschatten, de

marktbenadering aanpassen, de organisatiestructuur stroomlijnen, de kwaliteit en de snelheid van communicatie verbeteren, taken delegeren aan lagere leidinggevende echelons, de overhead verlagen, de beloning van het personeel en van henzelf gedeeltelijk afstemmen met de economische prestaties van het verzelfstandigde bedrijf, etc. Alles schijnt *tegelijkerijd* te gebeuren om het doel de onderneming los van het moederbedrijf zelfstandig te laten overleven, te laten slagen. Want dat is de uitdaging die nog niet eerder aan het uitkopen management is gesteld. De financiële risico's worden groter voor het uitkopen management. Dat geldt in meerdere of in mindere mate ook voor het overige personeel, afhankelijk van de omvang van hun participatie in het eigen vermogen van de onderneming. Daarom is er haast bij het realiseren van goede economische prestaties en zet men er druk achter deze te halen. Tegenslagen kan men zich vrijwel niet permitteren omdat de kosten niet langer (op het moederbedrijf) kunnen worden afgewenteld. De opheffing van de scheiding tussen leidinggeven en eigendom heeft hiervoor gezorgd. Om de basis voor kostenbeheersing te verbreden, is de beloning voor een deel afhankelijk gemaakt van de economische prestaties van de afgesplitste onderneming en is de intensiteit van de monitoring door het uitkopen management in het bedrijf vergroot. Daarmee is het agency probleem na de MBO verkleind tussen het management en het personeel.

Het moederbedrijf had veel van de genoemde maatregelen ter verbetering van de operationele, structurele en strategische flexibiliteit bij de dochter ook zelf kunnen nemen. Toch heeft zij dit niet gedaan omdat zij verder geen geld meer wenst te besteden aan verliesgevende c.q. niet meer tot de kernactiviteiten behorende dochterbedrijven. Zij gebruikte deze middelen liever om de dochter te verzelfstandigen.

Hieronder geven wij aan welke aandachtsvelden na de MBO voor het management centraal staan en hoe in geval van een economisch succesvolle MBO hij aan deze aandachtsvelden passende aandacht schenkt. Wij doen dat met behulp van de inzichten die Van Schilfgaarde en Keuzenkamp (1983, p.61-92) op basis van empirisch onderzoek hebben ontwikkeld over mogelijke oplossingen voor het management dat zich voor de taak gesteld zag zijn bedrijf uit de stagnatie te redden. Een vergelijkbare situatie als bij vele MBO's, waarbij het betrokken bedrijf (jarenlang) in een verliesgevende positie verkeerde danwel door de strategische heroriëntatie van het moederbedrijf niet de nodige aandacht voor verdere groei kon afdwingen en er dus eigenlijk ook van een periode van stagnatie kan worden gesproken.

Centraal in de aanpak van beide auteurs staan de aandachtsgebieden voor het management: signaleren en bewustwording, speelruimteverdediging, perspectief creëren en vernieuwen.

Bij het signaleren en bewustworden gaat het erom dat formele en informele rapportagesystemen voldoende feiten en cijfers opleveren om tijdige acties van het management mogelijk te maken. Hierbij spelen externe adviseurs, een eigen Raad van Commissarissen en de ondernemingsraad een belangrijke rol als klankbord voor het

management.

Onder speelruimteverdediging verstaan bovengenoemde auteurs de reserves die het bedrijf ten dienste staan om zich weerbaar en ondernemend te kunnen blijven opstellen in een markt. De eerste vorm van speelruimte en in de praktijk de meest tastbare, is de financiële speelruimte. Deze biedt de onderneming voldoende buffer om tegenslagen op te vangen, investeringen uit te voeren en de aangeane financiële verplichtingen jegens derden na te komen. De tweede vorm is speelruimte op de markt. Welke mogelijkheden benut het uitkopend management hier om een bepaalde strategie te kunnen hanteren? De derde vorm van speelruimte is de speelruimte voor veranderingen bij het management, personeel en organisatie.

Projecteren wij bovenstaande aandachtsgebieden voor het management op onze case-studies dan nemen wij na de MBO een samenhang van de managementtaken waar, die de toegenomen economische prestaties bij succesvolle MBO's als volgt kunnen verklaren.

De verdediging van de speelruimte begint met het informeren en overtuigen van zoveel mogelijk anderen binnen de organisatie over hoe de onderneming ervoor staat en welke maatregelen voorgesteld worden om de flexibiliteit ofwel de weerbaarheid van de onderneming te vergroten. Dit kan variëren van reorganisatie van de productie, inkrimping van het assortiment tot en met reclame- en verkoopacties, huren of leasen in plaats van kopen, opvoeren van de servicegerichtheid, verhogen van de personele flexibiliteit door bijvoorbeeld opleidingen, toepassing van roulatiesystemen, etc.

Het door het uitkopend management opgestelde ondernemingsplan, dat door de moeder alsmede de financiers en de ondernemingsraad is goedgekeurd, toont de bij de MBO betrokken participanten het benodigde perspectief om als zelfstandige onderneming de marktkansen te benutten. De financier, het uitkopend management en soms het personeel tonen hun vertrouwen in het geschetste perspectief door deel te nemen in het eigen vermogen van de onderneming. Dit zijn duidelijke keuzes die zin geven aan de speelruimte die de nieuwe eigenaren vragen aan het personeel in de vorm van bijvoorbeeld loyaliteit, inzet, alertheid, snelheid en kostenbewustheid.

Deze speelruimte bij het personeel geeft kansen tot het doorvoeren van veranderingen (in ons onderzoek gedefinieerd in termen van operationele, structurele en strategische flexibiliteit) in functies en taken, in verkoop-, belonings- en informatiesystemen en in organisatie-afdelingen ten behoeve van vernieuwing. In tegenstelling tot vroeger zijn er nu geen procedures voor advisering over investeringsbeslissingen en kan er directer en dus slagvaardiger worden gehandeld. Ook de bedongen speelruimte in de vorm van lange termijn betrokkenheid bij de financiers en aandeelhouders, die niet bij de eerste de beste tegenvaller het veld ruimen, biedt kansen om efficiënter te produceren, de winst te verhogen en de benodigde investeringen te verrichten. Deze op vernieuwing gerichte investeringen openen op hun beurt nieuwe perspectieven en maken de weg vrij voor verdere doelen van vernieuwing.

Bovenstaande uiteenzetting over aandachtsgebieden voor het uitkopend management sluit

aan bij de resultaten uit de heranalyse van de gegevens van het NIB-onderzoek. Daaruit leiden wij af dat economisch succesvolle MBO's zich juist op de veranderingen in de operationele, structurele en strategische flexibiliteit van het betrokken bedrijf onderscheiden van de economisch niet succesvolle MBO's. Zij zijn wellicht daardoor eerder in staat zijn het hoofd te bieden aan bedreigingen als de oplopende rentestand, teruglopende reserves, e.d.

Ondanks de tijdsdruk om nieuwe producten te ontwikkelen, productie te verbeteren, medewerkers om te scholen, functies te veranderen, de markt beter binnen te komen, is in geval van een MBO de *weerstand* tegen de veranderingen bij het personeel gering. De anders zo trage interne organisatie past zich veel sneller aan dan voorheen en ook wordt er sneller op externe ontwikkelingen gereageerd.

Wij denken dat hiervoor een aantal redenen kunnen worden genoemd. Het signaal van een persoonlijke (substantiële) financiële participatie in het aandelenkapitaal van de uit te kopen onderneming door het zittende management werkt kennelijk positief op de motivatie van het personeel. In twee van onze case-studies blijken de ondernemingsraden een wezenlijke bijdrage te leveren aan de acceptatie door het personeel van de voorwaarden waaronder de verzelfstandiging dient plaats te vinden. Het feit dat alternatieven voor een zelfstandig voortbestaan ontbreken, draagt naar onze mening ook bij aan een vlotte acceptatie door het personeel van veranderingen die de MBO met zich meebrengt.

Het bovenstaande schetst naar onze mening de situatie waarin het management bij MBO's zich onderscheidt van dat van andere bedrijven, hoewel de termijn waarbinnen dit gebeurt uiteraard niet oneindig is. Voordat wij op dit laatste ingaan, geven wij eerst een korte samenvatting van de unieke kenmerken van het management bij een succesvolle MBO.

Samengevat zijn de unieke kenmerken van het management na een MBO:

- één of meer leden van het zittende management verwerven, door een in de ogen van de financiers substantiële financiële participatie, de gehele of gedeeltelijke eigendom van een *bestaande* onderneming en zetten als (mede)eigenaar/manager de onderneming voor *eigen rekening en risico* voort; de uitgekochte onderneming opereert op een *bestaande* markt;
- *soms* neemt ook het personeel deel in het eigen vermogen van de uit te kopen onderneming, waardoor het (mede)eigenaar wordt;
- in toenemende mate zijn ook *participatiemaatschappijen* als lange termijn belegger betrokken bij MBO's; zij zullen voor hun beoordeling van de ondernemingsresultaten veelal gebruik maken van een vertegenwoordiging in de Raad van Commissarissen;
- het uitkopend management kent de *sterke en zwakke kanten* van het bedrijf het beste en is het meest *ervaren* met het betrokken bedrijf; daardoor is het mogelijk de

- nieuwe start* te maken door van de moeder *gunstige condities* te bedingen;
- tegelijkertijd wordt simultaan aandacht besteed aan: de bewustwording van de situatie van verzelfstandiging bij het personeel, dat wil zeggen het er van te doordringen dat de onderneming er nu alleen voorstaat en welke inspanningen dat van alle betrokkenen vergt; aan het perspectief voor de onderneming op korte en middellange termijn en aan de doorvoering van veranderingen voor vernieuwing en de hierbij noodzakelijke speelruimteverdediging. Hierdoor en vaak ook door de actieve bemoeienis van de ondernemingsraad lijkt er sprake van een *geringe weerstand* tegen de veranderingen bij het personeel terwijl alle operationele, structurele en strategische veranderingen *tegelijkertijd* schijnen te gebeuren.

10.4 Slotopmerkingen

Hoe lang een economisch succesvolle MBO succesvol blijft en of dat blijvend te danken is aan de MBO, zijn vragen die in het verlengde van ons onderzoek liggen. Daarom wijden wij er in de resterende twee paragrafen een korte beschouwing aan.

10.4.1 Duur van het succes

Ten eerste de vraag naar de duur van het succes van de MBO. In ons onderzoek wilden wij slechts inzicht krijgen of en zo ja in welke mate de geconstateerde verschillen tussen de MBO's en de branchegemiddelden per jaar statistisch significant zijn. Wij hadden behoefte aan een vergelijking met een objectieve norm om vast te stellen of het zinvol is nader onderzoek te verrichten naar de werking van het verschijnsel MBO. Hoelang MBO's het beter blijven doen dan het branchegemiddelde was voor ons daarbij niet aan de orde. De bevinding uit ons onderzoek dat de middelgrote en grote MBO's na zes jaar geen significante verschillen meer vertonen met de branchegemiddelden, ligt in ons situatie duidelijk aan het teruggelopen aantal waarnemingen. Het aantal waarnemingen per jaar wordt te klein om hierover na vijf jaar in statistische zin uitspraken te doen. Ondanks het kleiner wordende aantal waarnemingen voorbij de periode van vijf jaar nadat de MBO de onderneming op eigen benen zette, blijft het beeld, met uitzondering van de liquiditeitsratio's, voor deze categorie afgesplitste ondernemingen gunstig. Ons onderzoek geeft derhalve geen uitsluitsel of na een periode van vijf jaar het significante verschil in prestaties tussen deze groep MBO's en het branchegemiddelde is verdwenen.

Het is echter voorstelbaar dat het nieuwe van de MBO eraf raakt, het elan op den duur erodeert en de oorspronkelijk uitkopende managers het bedrijf hebben verlaten, terwijl hun opvolgers er geen eigen geld in hebben gestoken. Hierdoor zou de onderneming één van de drijvende krachten kunnen verliezen om kostenbewust, efficiënt en ondernemend

te opereren. De veronderstelling hierbij is dat de oorspronkelijke kopers na 2-3 jaar hun eigen geld uit de zaak halen, waarna er weer een scheiding tussen leidinggeven en eigendom tot stand komt. Dit heeft tot gevolg dat het management en personeel niet meer zelf de kosten dragen. Hierdoor ontstaan hogere 'monitoring' en 'bonding' kosten die de economische prestaties van de betrokken onderneming niet ten goede komen.

Om nu na te kunnen gaan of MBO's over langere tijd beter blijven presteren dan het branchegemiddelde en of dit verband houdt met de substantiële deelname van het (uitkopend) management in het aandelenkapitaal, zouden wij ondernemingen kunnen selecteren waarvan voor ieder bedrijf, over een aaneengesloten periode van vijf tot acht jaar na de MBO, op basis van jaarverslaggeving de financiële ratio's met de branchegemiddelden worden vergeleken. Deze verzelfstandigde ondernemingen zouden vergeleken moeten worden met een groep bedrijven waarvan het oorspronkelijk uitkopende management het bedrijf heeft verlaten zonder dat hun opvolgers eigen geld in de zaak hebben gestoken.

De MBO is zeker geen panacee tegen bedreigingen van buiten, zo blijkt bijvoorbeeld uit de ontwikkeling van de economische prestaties bij TIP Europe nadat wij de case-studie in 1990 hadden afgerond. Op grond van de dan beschikbare gegevens beoordeelden wij de langere termijn vooruitzichten voor TIP Europe positief. Echter de gebeurtenissen van 1991 manen ons tot grote voorzichtigheid en herinneren ons aan de basisprincipes die ten tijde van de MBO-financiering zijn toegepast, namelijk dat het management met behulp van cash flow kredieten, de hogere omzetten moet weten te vertalen in hogere winst per aandeel. Indien dan de positieve effecten van de 'leverage' door de hoge rentelasten omslaan in negatieve effecten, grijpen de aandeelhouders in.

Ondanks het feit dat de economische prestaties van TIP Europe na de MBO sterk verbeterden in vergelijking tot de periode ervoor, maakte de snelle expansie en de hardnekkige recessie in Groot-Brittannië (eind jaren '80 en begin jaren '90) de oorspronkelijk bij de MBO met de financiers overeengekomen prognoses voor de winst en de cash flow na 1990 twijfelachtig. De winst per aandeel blijft in 1991 circa 10 pence achter en de aandeelhouders moeten hun rendementsverwachting (dividendontvangst) naar beneden bijstellen. Na 1990 gooiden de oplopende rentestand en de teruglopende omzet van de vestigingen in Groot-Brittannië roet in het eten voor de participanten en werden de aandeelhouders gedwongen in het ondernemingsbeleid in te grijpen. In plaats van een warme douche krijgen de aandeelhouders na 1990 een koude te verwerken omdat de rentestand boven de RTV stijgt. Conform de Angelsaksische opvatting over de zeggenschap in ondernemingen, namen zij de volgende beslissingen:

- de investeringen werden teruggebracht van £ 70 mln in 1989/1990 tot £ 10 mln in 1990/1991;
- in 1991 kwam er een rem op het aantrekken van vreemd vermogen en de cash flow werd benut om de bestaande leningen af te lossen teneinde de rentelast te verlagen;
- het nieuwe hoofdkantoor in Groot-Brittannië werd gesloten, evenals sommige slecht lopende verkooppunten;

- met de banken werden nieuwe leningsvoorwaarden vastgesteld;
- bovendien kocht de concurrent Central Trailer Rentco, dochter van Tiphook, een pakket aandelen van 10%;
- de algemeen directeur werd een 'non-executive director' en het hoofd verkopen en operaties kreeg de post 'managing director' van de Europese trailerverhuur; de financieel directeur had in 1989 de onderneming verlaten omdat hij het niet eens was met de wijze waarop de overnames werden gefinancierd;
- de tussen de CEO en de divisies liggende leidinggevende niveaus werden afgeschaft;
- de nieuwe algemeen directeur en de nieuwe CEO namen in navolging van de oorspronkelijk uitkopende managers beiden *deel in het aandelenkapitaal* van TIP Europe. Ook het personeel kreeg hiertoe de gelegenheid.

Ook al draait de onderneming efficiënt en is de flexibiliteit naar buiten en naar binnen na de MBO toegenomen, zoals wij met ons onderzoek hebben aangetoond, het vormt zeker geen garantie tegen een verkeerde inschatting door het management van de conjunctuur. Ook maakt een MBO het management niet definitief immuun voor beslissingen die te maken hebben hun zogeheten 'illusions de grandeur'. Dit concluderen wij uit de ontwikkelingen die bij TIP Europe na 1990 plaatsvonden na afronding van onze case-studie. De MBO-onderneming heeft net als alle andere bedrijven gunstige economische omstandigheden nodig om te kunnen gedijen. Echter, indien de omstandigheden gunstig zijn dan blijken Nederlandse MBO-ondernemingen gedurende tenminste een termijn van vijf jaren significant vaker betere economische prestaties te leveren dan het branchegemiddelde. Of de MBO-ondernemingen ook eerder dan niet-MBO ondernemingen uit het dal omhoog kunnen kruipen als de omstandigheden niet zo gunstig zijn, kunnen wij (nog) niet beantwoorden. Britse ervaringen op dit punt geven geen aanleiding tot optimisme (CMBOR 1991, p.6).

10.4.2 Deelname in het eigen vermogen

Hoewel wij op basis van ons onderzoek geen afdoend antwoord kunnen geven op de vraag hoelang een economisch succesvolle MBO succesvol blijft, hebben wij wel de daaraan gekoppelde vraag onderzocht, namelijk of de verbeterde economische prestaties van succesvolle MBO's te maken hebben met specifieke kenmerken of verworvenheden van de MBO. Wij verwijzen hierbij naar de conclusies 13 en 14 in dit hoofdstuk. Of de invloed van deze specifieke kenmerken voor de betrokken onderneming blijvend is, valt door ons moeilijk te bepalen. Aan de hand van onze ervaringen bij een aantal case-studies willen we hierover een tweetal opmerkingen maken.

Dat de nieuwe algemeen directeur en de nieuwe CEO in navolging van de oorspronkelijk

uitkopende managers beiden deelnemen in het aandelenkapitaal van TIP Europe en ook het personeel hiertoe in de gelegenheid wordt gesteld, illustreert ons inziens dat met name deze specifieke verworvenheid van de MBO een langer leven beschoren is dan de MBO zelf. Ondanks de problemen waarin TIP Europe verzeild raakte, voldeed deze constructie kennelijk in de ogen van de financiers, aangezien het ook wordt toegepast op de directie die de uitkoop niet heeft gerealiseerd. Eenzelfde observatie geldt voor de case-studie Boekhoven-Bosch.

Uit de gegevens die wij na afronding in 1991 van de case-studie over de drukkerij Boekhoven-Bosch verzamelden, blijkt eveneens dat het aandelenbezit van het management en personeel bij dit bedrijf een belangrijke verworvenheid is. Na de overname in mei 1992 door Koninklijke Drukkerij en Uitgeverij v/h C. De Boer jr NV, wordt besloten dat het personeel en management van Boekhoven-Bosch zijn belang van circa 10% omruilt in aandelen van de nieuwe combinatie Koninklijke De Boer Boekhoven. De overige werknemers van De Boer krijgen in de toekomst ook de mogelijkheid te participeren in de nieuwe onderneming. De financiers van de MBO van Boekhoven-Bosch hebben hun participaties verzilverd en keren niet terug in de nieuwe combinatie. Hun exit via het beursfonds Koninklijke De Boer impliceert de beëindiging van de MBO van drukkerij Boekhoven-Bosch. Ook in dit geval blijft de participatie in het aandelenkapitaal gehandhaafd en wordt zelfs voor het management en personeel uitgebreid.

Résumerend stellen wij dat het momentum van de MBO een goed klimaat schept voor prestatieverbetering direct na de MBO, maar na enige tijd zal het 'effect van zelfstandigheid' in de organisatie wegebben. Kennelijk zien de financiers een duurzamer effect op de prestaties van de betrokken onderneming van het aandelenbezit van het management en personeel in het bedrijf waarin zij werkzaam zijn. Deze vorm van beloning en risico lopen, waarmee tijdens de MBO ervaring is opgedaan, wordt door de betrokken financiers en bestuurders gecontinueerd en zelfs in de nieuwe onderneming uitgebreid. Ook deze bevinding is consistent met onze conclusies uit het onderzoek naar de samenhang tussen toegenomen flexibiliteit naar binnen en naar buiten en de verbeterde economische prestaties bij succesvolle MBO's.

Op grond van bovenstaande informatie over de bedrijven uit beide case-studies trekken wij de conclusie dat deelname in het eigen vermogen door het management en personeel zelfs na de MBO-fase een rol van betekenis blijft spelen in het verdere voortbestaan van de onderneming, al of niet in combinatie met een ander bedrijf. Uiteraard is verder onderzoek nodig om na te gaan of deze conclusie algemeen geldig is.

Bijlage 1 hoofdstuk 5: toetsingstabel financiële ratio's

Over een periode van zeven jaar is nagegaan of de financiële ratio's voor MBO's beter of slechter zijn dan de betrokken branchegemiddelden. In de kolommen waarin de jaren na de MBO staan vermeld, geeft steeds het eerste getal aan hoe vaak de MBO-onderneming het beter doet dan de branche, het tweede getal hoe vaak slechter. Zowel voor alle MBO's (t), als voor de grote (g) respectievelijk de kleine (k), geven wij de gevonden resultaten.

jaren na de MBO		jaar 0	jaar 1	jaar 2	jaar 3	jaar 4	jaar 5	jaar 6							
cur - curb	g	6	6	15	6	19	5	13	10	4	13	6	10	4	5
	k	3	4	6	11	5	15	3	13	5	8	6	5	2	9
	t	9	10	21	17	24	20	16	23	9	21	12	15	6	14
qr - qrb	g	8	4	17	4	13	10	11	11	7	10	9	7	2	7
	k	1	6	4	12	5	15	5	10	4	9	8	3	4	6
	t	9	10	21	16	18	25	16	21	11	19	17	10	6	13
wk1 - wk1b	g	7	5	18	3	19	5	16	7	9	8	7	9	5	4
	k	4	3	7	10	8	12	4	13	7	7	7	4	4	7
	t	11	8	25	13	27	17	20	20	16	15	14	13	9	11
wk2 - wk2b	g	5	6	11	7	14	7	13	8	8	8	9	4	4	2
	k	0	1	2	0	1	2	1	1	1	0	1	0	0	0
	t	5	7	13	7	15	9	14	9	9	8	10	4	4	2
sol - solb	g	0	12	3	18	13	11	13	9	9	7	8	7	7	2
	k	1	6	3	14	3	17	5	12	4	10	6	6	6	5
	t	1	18	6	32	16	28	18	21	13	17	14	13	13	7
ris - risb	g	6	6	12	9	19	5	13	9	11	5	8	7	6	3
	k	5	2	10	7	11	8	8	8	7	6	6	4	7	4
	t	11	8	22	16	30	13	21	17	18	11	14	11	13	7
cfr - -cfrb	g	12	0	18	2	19	1	16	3	10	0	9	1	5	0
	k	1	0	3	0	5	0	3	1	5	1	2	0	2	1
	t	13	0	21	2	24	1	19	4	15	1	11	1	7	1
mtd - mtdb	g	8	3	12	8	15	4	14	4	7	4	8	3	3	2
	k	1	1	3	1	1	2	4	0	3	3	1	2	2	2
	t	9	4	15	9	16	6	18	4	10	7	9	5	5	4
rtv - -rtvb	g	9	3	17	4	20	4	17	5	9	7	13	2	5	2
	k	2	0	6	0	7	2	5	2	6	4	4	4	4	5
	t	11	3	23	4	27	6	22	7	15	11	17	6	9	7
rev - revb	g	12	0	19	2	21	3	19	3	13	3	12	3	5	2
	k	2	0	7	2	8	4	6	1	9	1	7	2	8	2
	t	14	0	26	4	29	7	25	4	22	4	19	5	13	4

-vervolg toetsingstabel financiële ratio's-

jaren na de MBO		jaar 0	jaar 1	jaar 2	jaar 3	jaar 4	jaar 5	jaar 6							
bwm - bwmb	g	7	4	11	7	15	6	15	6	9	7	9	3	3	3
	k	1	0	3	0	3	0	2	0	1	0	0	1	0	0
	t	8	4	14	7	18	6	17	6	10	7	9	4	3	3
nwm - nwmb	g	8	3	8	10	13	7	14	7	12	4	9	4	4	2
	k	0	1	1	2	0	3	1	1	1	0	1	0	0	0
	t	8	4	9	12	13	10	15	8	13	4	10	4	4	2
omtv - omtvb	g	9	2	15	2	17	4	16	5	9	7	6	7	4	2
	k	0	1	2	1	3	0	1	1	0	1	0	1	0	0
	t	9	3	17	3	20	4	17	6	9	8	6	8	4	2
omev - omevb	g	10	1	18	0	17	4	16	5	9	7	8	5	3	3
	k	1	0	3	0	3	0	1	1	0	1	1	0	0	0
	t	11	1	21	0	20	4	17	6	9	8	9	5	3	3
omdeb - omdeb	g	3	8	4	14	7	9	4	13	2	10	0	7	3	2
	k	0	1	0	2	0	2	0	2	0	1	0	0	0	0
	t	3	9	4	16	7	11	4	15	2	11	0	7	3	2
omvoor - omvoorb	g	4	7	8	10	11	10	12	9	8	8	5	8	1	5
	k	0	1	0	3	0	3	0	2	0	1	1	0	0	0
	t	4	8	8	13	11	13	12	11	8	9	6	8	1	5

Bijlage 2 hoofdstuk 5: informatie uit de balans en resultatenrekening

Balans:

Vaste activa:

- immateriële vaste activa
- materiële activa
- financiële activa

Vlottende activa:

- voorraden
- vorderingen
- debiteuren
- effecten
- liquide middelen
- overlopende activa

Balanstotaal

Passiva:

- eigen vermogen
- aandeel van derden
- egalisatierekeningen
- voorzieningen
- langlopende schulden
- kortlopende schulden
- overlopende passiva

Balanstotaal

Resultatenrekening:

- bedrijfsopbrengsten
- netto omzet
- bedrijfslasten
- afschrijvingen
- bedrijfsresultaat
- financiële baten
- financiële lasten
- rentelasten
- financieel resultaat
- resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening, na belasting
- buitengewoon resultaat na belastingen
- aandeel van derden
- netto resultaat

Bijlage hoofdstuk 6: kruistabellen Fisher Exact Probability Test

De Fisher Exact Probability Test (Siegel, p.96) berekent voor twee bij twee contingentie-tabellen hoe groot de kans (p-waarde) is dat de gevonden celverdelingen gelijke proporties vertonen. Een p-waarde van .01 impliceert dat er bij 100 herhaalde steekproeven slechts één steekproef de nul-hypothese van gelijke proporties zal bevestigen. De p-waarde gebruiken wij om de nul-hypothese te kunnen verwerpen. Verwerping van de nul-hypothese interpreteren wij als een bewijs van samenhang tussen de onderzochte factoren of verschijnselen.

A	B	A+B
C	D	C+D
A+C	B+D	n

De formule luidt: $p = \frac{(A+B)! (C+D)! (A+C)! (B+D)!}{N! A! B! C! D!}$

Zoals hierboven staat aangegeven wordt de exacte kans berekend door het produkt van de faculteiten van de vier marginale totalen te delen door het produkt van de faculteiten van de celfrequenties maal N faculteit. Hieronder geven we eerst een rekenvoorbeeld voor de bepaling van de exacte p-waarde. Daarna presenteren wij de uit het NIB-onderzoek gebruikte vragen, waarbij voor de vragen 27, 30b, 30ab, 24b, 29a en een herclustering van de antwoorden heeft plaatsgehad, die apart is vermeld. De herclustering heeft voor de eerstgenoemde drie vragen betrekking op het groeperen van antwoorden die bij elkaar horen (zie 6.4). Voor de laatste twee genoemde vragen zijn drie antwoordcategorieën teruggebracht naar twee. Na de vragen zetten we de kruistabellen met p-waarden naast elkaar voor de MBO's (links) en de controle-groep IBO's (rechts).

Een rekenvoorbeeld:

V 29a: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= niet gezonder of slechts iets; 1= veel gezonder.

V 30ab: Kunt u de toegenomen *flexibiliteit naar buiten* toelichten.

Antwoord: 0= onveranderd; 1= directer contact en betere samenwerking met klant, leverancier; inspelen op marktsituatie; beter geïnformeerd en betere beslissingen. Voor verdere toelichting zie 6.5.1.

	V 30 ab	0	1	
V 29a	0	8	5	
	1	2	14	p-waarde .01

De p-waarde is met behulp van de Fisher Exact Probability Test berekend:

- a) $\frac{13! \cdot 16! \cdot 10! \cdot 19!}{29! \cdot 8! \cdot 5! \cdot 2! \cdot 14!}$
 +
 b) $\frac{13! \cdot 16! \cdot 10! \cdot 19!}{29! \cdot 9! \cdot 4! \cdot 1! \cdot 15!}$
 +
 c) $\frac{13! \cdot 16! \cdot 10! \cdot 19!}{29! \cdot 10! \cdot 3! \cdot 0! \cdot 16!}$

is gelijk aan

- a) $\frac{9 \cdot 10 \cdot 11 \cdot 12 \cdot 13 \cdot 14 \cdot 16 \cdot 6 \cdot 7 \cdot 8 \cdot 9 \cdot 10}{20 \cdot 21 \cdot 22 \cdot 23 \cdot 24 \cdot 25 \cdot 26 \cdot 27 \cdot 28 \cdot 29 \cdot 14 \cdot 2}$
 +
 b) $\frac{10 \cdot 11 \cdot 12 \cdot 13 \cdot 14 \cdot 15 \cdot 16 \cdot 5 \cdot 6 \cdot 7 \cdot 8 \cdot 9 \cdot 10}{20 \cdot 21 \cdot 22 \cdot 23 \cdot 24 \cdot 25 \cdot 26 \cdot 27 \cdot 28 \cdot 29 \cdot 14 \cdot 15}$
 +
 c) $\frac{4 \cdot 5 \cdot 6 \cdot 7 \cdot 8 \cdot 9 \cdot 10 \cdot 11 \cdot 12 \cdot 13}{20 \cdot 21 \cdot 22 \cdot 23 \cdot 24 \cdot 25 \cdot 26 \cdot 27 \cdot 28 \cdot 29}$

a) .007718 + b) .00057 + c) .00001 = .00829 (afgerond .01)

Vragen gebruikt ten behoeve van de associatie-test bij MBO en IBO-managers:

Nieuwe diensten: V 29 met V 20 12

V 29: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= nee; 1= ja.

V 20: Met het verlaten van de moedermaatschappij kan uw bedrijf, neem ik aan, niet langer gebruik maken van een aantal centrale diensten van de moedermaatschappij. Op dit lijstje ziet u een aantal van dat soort diensten. Welke van deze diensten heeft uw bedrijf inderdaad zelf opnieuw moeten opzetten? (Dus exclusief reorganisatie.)

- 20 1: Bedrijfseconomische afdeling
 20 2: Financieringsadviezen
 20 3: Boekhouding/ financiële administratie
 20 4: Dokumentatie

- 20 5: Marketing en marktonderzoek
 20 6: Verkoop
 20 7: Technische produkt- en procesontwikkeling
 20 8: Inkoop
 20 9: Bedrijfsverzekeringen
 20 10: Pensioenvoorzieningen
 20 11: Juridische zaken
 20 12: Niets opnieuw op moeten zetten. Antwoorden 0= geen nieuwe diensten; 1= wèl nieuwe diensten.

		MBO	
		0	1
V 2012	0	1	6
V 29	1	2	20

nieuwe diensten .57

		IBO	
		0	1
V 2012	0	2	1
V 29	1	3	14

nieuwe diensten .14

Marketinginstrumenten: V 29 en V22a2; V22a7 en V 22a5

V 29: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nù *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= nee; 1= ja.

V22a: Bent u na de verzelfstandiging nog veranderingen gaan aanbrengen in:

- 22a1: het produktassortiment van uw bedrijf;
 22a2: de produktspecificaties/produktkwaliteit waaronder u levert. Antwoorden: 0= anders; 1= veranderingen in produktspecificaties en produktkwaliteit;

		MBO	
		0	1
V 22a2	0	6	1
V 29	1	11	11

produktspecificatie
en produktkwaliteit .11

		IBO	
		0	1
V 22a2	0	3	1
V 29	1	13	4

produktspecificatie
en produktkwaliteit .49

- 22a3: de prijsstelling van uw produkten;
 22a4: de wijze van distributie van uw produkten;
 22a5: het systeem van verkoop van uw produkt. Antwoorden: 0= anders; 1= veranderingen in het systeem van verkoop van uw produkt;

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 29	V 22a5	7	
	0	13	9
	1	systeem van verkoop .05	

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 29	V 22a5	2	1
	0	11	6
	1	systeem van verkoop .73	

22a6: het promotioneel beleid van uw bedrijf;

22a7: het service-apparaat. Antwoorden 0= anders; 1= veranderingen in het service-apparaat;

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 29	V22a7	7	
	0	14	8
	1	service-apparaat .07	

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 29	V22a7	3	
	0	13	4
	1	service-apparaat .49	

22a8: geen veranderingen.

Bedrijfseconomische veranderingen: V 29a en V27a, 27b en 27c

V 29a: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= niet gezonder of slechts iets; 1= veel gezonder.

V 27: Wat zou u als de belangrijkste bedrijfseconomische verandering willen kenschetsen tussen de situatie voor verzelfstandiging en nu (erna)? Zie voor verdere toelichting 6.4.ad c en 6.5.5.

V 27a: Antwoorden: 0= anders; 1= Cash flow zelfstandig besteden, financiering zelf bepalen, zelf verbeteren bedrijfseconomisch klimaat (omzet, rendement, werkkapitaal, lagere kosten).

(bij de IBO's wordt 1 antwoord gemist)

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 29a	V 27a	4	6
	0	11	8
	1	financieel management .30	

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 29a	V 27a	4	2
	0	10	3
	1	financieel management .52	

V 27b: Antwoorden: 0= anders; 1= Dynamischer/energieker produceren, verkopen, promotie maken en de markt bewerken;

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 29a	V 27b	0	1
	0	7	3
	1	9	10

verkoopgerichtheid .22

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 29a	V 27b	0	1
	0	4	2
	1	10	3

verkoopgerichtheid .52

V 27c: Antwoorden: 0= anders; 1= organisatiestructuur (kortere communicatiewegen, meer of minder uitbesteden en vrijheid van handelen, minder bureaucratie en zelfstandiger management).

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 29a	V 27c	0	1
	0	9	1
	1	10	9

organisatiestructuur .05

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 29a	V 27c	0	1
	0	5	1
	1	8	5

organisatiestructuur .35

Organisatorische veranderingen: V 29a en V 30ba, 30bb, 30bc, 30 bd en 30be

V 29a: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nù *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= niet gezonder of slechts iets; 1= veel gezonder.

V 30b: Welke organisatorische veranderingen zijn na de afsplitsing aangebracht?

V30 ba: Antwoorden: 0= anders; 1= oprichten afdelingen en nieuwe functies;

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 30ba	V29a	0	1
	0	7	14
	1	3	5

oprichten afdelingen
en nieuwe functies .58

(bij de IBO's wordt 1 antwoord gemist)

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 30ba	V29a	0	1
	0	5	12
	1	1	1

oprichten afdelingen
en nieuwe functies .54

V 30bb: Antwoorden: 0= anders; 1= minder functies, combineren van functies en inkrimping van afdelingen;

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 29a	V 30bb	0	1
	0	5	5
	1	15	4

inkrimpen en afslanken .12

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 29a	V 30bb	0	1
	0	4	2
	1	10	3

inkrimpen en afslanken .52

V 30bc: Antwoorden: 0= anders; 1= hogere eisen aan het personeel, meer verantwoordelijkheid en zelfstandigheid en een eigen personeelsbeleid;

		MBO	
		0	1
V 29a	0	9	1
	1	13	6

hogere eisen/meer verantwoordelijkheid .21

		IBO	
		0	1
V 29a	0	5	1
	1	13	

hogere eisen/meer verantwoordelijkheid .32

V 30bd: Antwoorden: 0= anders; 1= marktstrategie en werkwijze.

		MBO	
		0	1
V 29a	0	10	
	1	15	4

marktstrategie en werkwijze .16

		IBO	
		0	1
V 29a	0	5	1
	1	11	2

marktstrategie en werkwijze .70

V30 be: Antwoorden: 0= anders; 1= van productiebedrijf tot grote onderneming / een holding met een aantal dochters / splitsing in werkmaatschappijen

		MBO	
		0	1
V 30be	0	10	16
	1		3

bedrijfsstructuur .27

		IBO	
		0	1
V 30be	0	6	10
	1		3

bedrijfsstructuur .30

Werkgelegenheid: V 29a en V24ab en V16

V 29a: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= niet gezonder of slechts iets; 1= veel gezonder.

V 24ab: Als u de situatie in uw bedrijf nu op dit moment vergelijkt met die van direct voor de afsplitsing, is de werkgelegenheid bij uw bedrijf dan toegenomen, afgenomen of gelijk gebleven. Antwoorden: 0= toegenomen; 1= afgenomen c.q. gelijk gebleven.

(bij de IBO's wordt 1 antwoord gemist)

		MBO	
		0	1
V 29a	0	2	8
	1	12	7

werkgelegenheid .03

		IBO	
		0	1
V 29a	0	0	6
	1	3	10

werkgelegenheid .30

V 16: Op dit lijstje ziet u een aantal financieringsmogelijkheden voor een nieuw bedrijf. Welke van deze mogelijkheden zijn bij de financiering van uw bedrijf aangewend?

V16a2 = 1: Kapitaalverschaffing op persoonlijke basis door leden van het zittende management (*de MBO's*);

V16a2= 0 *Geen* kapitaalverschaffing op persoonlijke basis door leden van het zittende management (*de controlegroep IBO's*);

Bij zowel de MBO's als de IBO's kunnen onderstaande financieringsmogelijkheden zijn benut:

- a1: (Deel) bijdrage van het oorspronkelijk moederbedrijf;
- a3: Kapitaalverschaffing door de overige werknemers;
- a4: Kapitaalverschaffing door de toeleveranciers;
- a5: Kapitaalverschaffing door participatiemaatschappijen;
- a6: Kapitaalverschaffing door (andere) particulieren
- a7: Bankfinanciering met achtergestelde lening;
- a8: Bankfinanciering met normaal krediet;
- a9: Overheidsdeelneming;
- a10: Anders (hypothecair krediet; verkoop grond; ontwikkelingsmaatschappij, etc...)

V16a2		0	1
V 24ab	0	3	14
	1	17	15
		werkgelegenheid .016	

Flexibiliteit naar buiten: V 29a en V 301

V 29a: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= niet gezonder of slechts iets; 1= veel gezonder.

V 301: Vindt u dat de *flexibiliteit naar buiten*, naar de markt toe, van uw onderneming na de verzelfstandiging is toegenomen of afgenomen? Antwoorden: 0= toegenomen; 1= afgenomen.

(bij de MBO's en de IBO's wordt 1 antwoord gemist)

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 301	0	7	3
V 29a	1	18	
		flexibiliteit naar buiten .04	

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 301	0	4	2
V 29a	1	10	3
		flexibiliteit naar buiten .52	

-vervolg flexibiliteit naar buiten: V 29a en V 30ab

V 29a: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nù *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= niet gezonder of slechts iets; 1= veel gezonder.

V 30a: Kunt u de toegenomen/afgenomen flexibiliteit naar buiten toelichten?

V 30ab: Antwoorden: 0= anders; 1= directer contact en betere samenwerking met de klant, de leverancier en de markt; inspelen op marktsituatie, wensen van de klant, marktontwikkelingen; beter geïnformeerd over de markt en de wensen van klanten:

(bij de IBO's wordt 1 antwoord gemist)

		MBO	
		0	1
V 29a	V 30ab 0	8	2
	V 30ab 1	5	14

inspelen op marktsituatie .01

		IBO	
		0	1
V 29a	V 30ab 0	4	2
	V 30ab 1	7	6

inspelen op marktsituatie .49

Flexibiliteit naar binnen: V 29 en V 302

V 29: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nù *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= nee; 1= ja.

V 302: Vindt u dat de *flexibiliteit naar binnen* (organisatorisch), van uw onderneming na de verzelfstandiging is toegenomen of afgenomen?

Antwoorden: 0= toegenomen door: het aanbrengen van functionele disciplines; het minder produktiegericht opereren; het centraal verrichten van stafwerkzaamheden; het verminderen van het uitbesteden; het verkorten van communicatiewegen; het zelfstandiger opereren van het management en het personeel; de sterk verminderde bureaucratie en betutteling van de kant van het voormalige moederbedrijf.; 1= afgenomen.

(bij de MBO's en de IBO's wordt 1 antwoord gemist)

		MBO	
		0	1
V 29	V 302 0	5	2
	V 302 1	21	

flexibiliteit naar binnen .05

		IBO	
		0	1
V 29	V 302 0	2	1
	V 302 1	13	3

flexibiliteit naar binnen .53

Motivatie: V 29a en V 32a, 32b en 32c

V 29a: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= niet gezonder of slechts iets; 1= veel gezonder.

V 32a: Is naar uw indruk de motivatie van het management toegenomen, gelijk gebleven of afgenomen? Antwoorden: 0=toegenomen; 1= gelijk en/of afgenomen;

(bij de IBO's wordt 1 antwoord gemist)

		MBO	
		0	1
V 29a	0	9	1
	1	18	1

motivatie management .58

		IBO	
		0	1
V 29a	0	5	1
	1	11	2

motivatie management .70

V 32b: En bij de verkoopstaf? Antwoorden: 0=toegenomen; 1=gelijk en/of afgenomen;

		MBO	
		0	1
V 29a	0	6	4
	1	18	1

motivatie verkoopstaf .04

		IBO	
		0	1
V 29a	0	5	1
	1	9	4

motivatie verkoopstaf .48

V 32 c: En bij de administratieve staf? Antwoorden: 0=toegenomen; 1=gelijk en/of afgenomen.

		MBO	
		0	1
V 29a	0	4	6
	1	16	3

motivatie administr. staf .02

		IBO	
		0	1
V 29a	0	3	3
	1	9	4

motivatie administr. staf .38

Overnamebescherming en houding t.o.v. overname: V29 en V 36b en V 36

V 29: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= nee; 1= ja.

V 36b: Heeft u zich op enigerlei wijze *gewapend tegen overname*? Antwoorden: 0= ja; 1= nee.

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 36b	V 29	0	17
	1	5	5

overnamebescherming .03

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 36b	V 29	0	8
	1	2	9

overnamebescherming .58

V 36: Staat u op dit moment positief of niet zo positief (of zelfs sterk negatief) tegenover de gedachte, als uw bedrijf ter zijner tijd weer zou worden overgenomen door een groter bedrijf? Antwoorden: 0= niet zo positief dan wel sterk negatief ; 1= positief.

(bij de MBO's wordt 1 antwoord gemist; bij de IBO's 2)

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 36	V 29	0	20
	1	2	2

houding management
tegenover overname .19

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 36	V 29	0	11
	1	1	4

houding management
tegenover overname .65

Redenen verzelfstandiging: V 29 en V 7a2, 7a3 en 7a6

V 29: Als u de situatie voor en na de verzelfstandiging vergelijkt, zou u dan willen stellen dat het huidige bedrijf nu *bedrijfseconomisch gezonder* is dan toen het nog onderdeel van de moeder was? Antwoorden: 0= nee; 1= ja.

V 7: Op onderstaand lijstje (mededeling van de interviewer) ziet u een aantal *redenen* die een rol kunnen spelen *om het bedrijf los te maken* uit een organisatie. Welke redenen daarvan speelden er t.a.v. uw bedrijf mede een rol?

V 7a1: slechte financiële situatie bij de moeder;

V 7a2: persoonlijk verschil van inzicht over te voeren bedrijfsstrategie; Antwoorden: 0= anders; 1= *persoonlijk verschil* van inzicht over de te voeren bedrijfsstrategie.

		<i>MBO</i>	
		0	1
V 7a2	V 29	0	12
	1		10

persoonlijk verschil van
inzicht in de bedrijfsstrategie .03

		<i>IBO</i>	
		0	1
V 7a2	V 29	0	15
	1		2

persoonlijk verschil van
inzicht in de bedrijfsstrategie .72

V 7a3: het moederbedrijf heroriënteerde zich op haar activiteiten; Antwoorden: 0= anders; 1= heroriëntatie moederbedrijf;

MBO

		0	1
V 29	0		11
V 7a3	1	7	11

heroriëntatie moeder
op ondernemingsdoel .02

IBO

		0	1
V 29	0	1	9
V 7a3	1	2	8

heroriëntatie moeder op
ondernemingsdoel .50

V 7a4: het niet bij elkaar passen van de produkten, waardoor het verstandiger leek de activiteiten van dit bedrijf af te stoten;

V 7a5: het beter bestuurbaar / beheersbaar maken van moeder en / of dochter;

V 7a6: het krijgen van betere marktkansen voor moeder en / of dochter; Antwoorden: 0= anders: 1= *betere marktkansen* voor moeder en dochter;

MBO

		0	1
V 29	0	6	11
V 7a6	1	1	11

betere marktkansen voor
moeder en dochter .11

IBO

		0	1
V 29	0	2	11
V 7a6	1	1	6

betere marktkansen voor
moeder en dochter .73

V 7a7: het verhogen van de rentabiliteit van de moeder;

V 7a8: het verhogen van de rentabiliteit van de dochter;

V 7a9: de wens van het management van de dochter om zelfstandig te kunnen zijn;

V 7a10: door de financiers van de moeder gewenste des-investering.

Bijlage hoofdstuk 8: de case-studies

- I. De management buy-out van trailerverhuurbedrijf TIP Europe plc
- II. De management buy-out van mengvoederbedrijf UT-Delfia b.v.
- III. De management buy-out van drukkerij Boekhoven-Bosch b.v.

I. De Management Buy-Out van het trailerverhuurbedrijf TIP Europe plc

1. Inleiding

In deze case-studie beschrijven wij de MBO van TIP Europe. Wij onderzoeken de aanleiding en de omstandigheden waaronder het trailerverhuurbedrijf verzelfstandigde en of het bedrijf na verzelfstandiging betere economische prestaties levert dan ervoor. Voor een vergelijking van de economische prestaties voor en na de MBO verzamelen we de gegevens uit het ondernemingsplan, de respectieve balansen en resultatenrekeningen. Na een beknopte vergelijking met de concurrentie, betrekken wij in onze beschouwingen de als gevolg van de MBO aangebrachte veranderingen in de operationele, structurele en strategische flexibiliteit en de beloning. Wij trachten na te gaan aan de hand van interviews met de financieel directeur, de controller en de bij de MBO betrokken financier, welke van deze veranderingen zij belangrijk achten in hun verklaring voor de verbeterde economische prestaties. Door het van de Amerikaanse moeder Gelco afgesplitste bedrijf te onderzoeken op de met de genoemde veranderingen gepaard gaande maatregelen, toetsen wij de door ons gevonden significante associatie tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties.

2. De historie

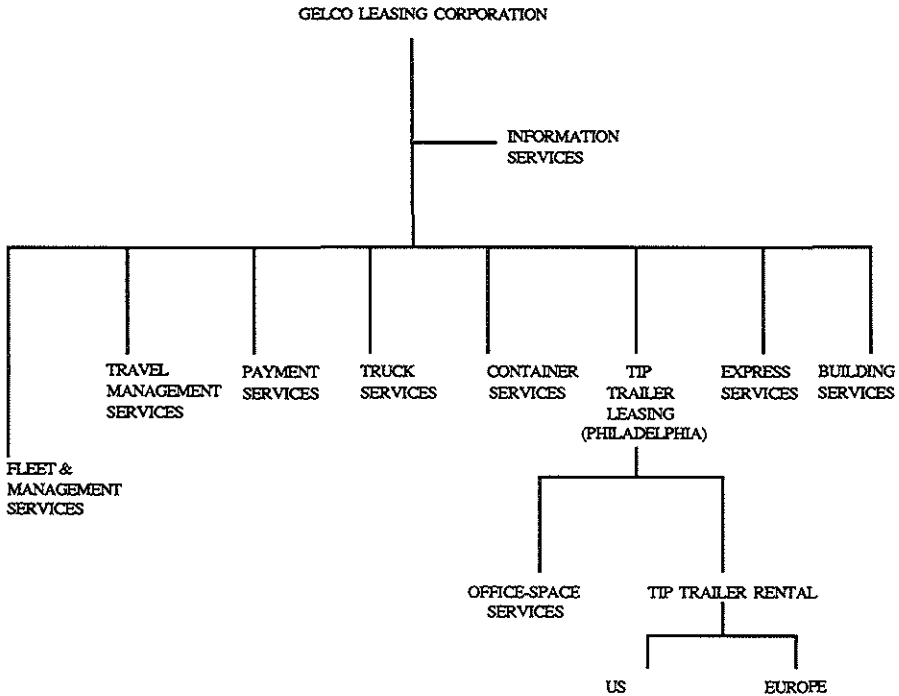
De wortels van TIP Europe plc (public limited company) liggen in de VS. In 1966 werd Transport International Pool (T I P) Inc. te Pennsylvania opgericht. Na twee jaren groei in de V.S. opende zij in 1968 haar eerste buitenlandse vestiging en wel in Rotterdam. De geboorte van TIP Europe, een verhuurbedrijf van trailers (opleggers) was een feit. De groei in Europa verliep eveneens voorspoedig; binnen een jaar volgden vestigingen in Engeland, België, West-Duitsland en Frankrijk. Na 1978 zette TIP vaste voet in Scandinavië. Deze reeks van nieuwe vestigingen laat zien dat de trailerverhuurmarkt een groeiende markt is en dat TIP de concurrentie een stap voor is. Ter illustratie: in 1970 bestond de TIP-vloot uit 1000 trailers en in 1988 was dit aantal reeds gegroeid tot 10.000 stuks verspreid over 42 depôts in negen landen. De groei van deze verhuurmarkt is te danken aan het feit dat hoe langer hoe meer transportondernemingen geïnteresseerd raken in het

leasen of huren van transportmiddelen in plaats van het in eigendom nemen ervan. Deze tendens zal zich de komende jaren waarschijnlijk doorzetten gezien de huidige en bij de V.S. vergeleken nog vrij lage penetratiegraad in de verhuursector van de bedrijfstak wegtransport. Volgens een onderzoek van Automotive Research Consultants (ARC) zal de vraag naar trailers tussen 1985-1990 verdubbelen, met name de vraag naar trailers die technologisch geavanceerd zijn, bijvoorbeeld trailers met temperatuurbeheersing of soorten die gemakkelijk toegankelijk zijn bij het laden en lossen dan wel bedoeld zijn voor transport van kleine eenheden. Bij de bespreking van TIP's toekomstige investeringsmogelijkheden als zelfstandige onderneming in deze branche komen wij meer gedetailleerd terug op de oorzaken van deze sterke expansie.

Het Amerikaanse Moederbedrijf van TIP, de leasemaatschappij Gelco Corporation (zie figuur 1) gevestigd te Minneapolis, wenste haar veelbelovende dochter halverwege 1985 af te stoten wegens gebrek aan contanten die vanwege fiscale redenen niet in de vorm van dividend uit TIP Europe konden worden gehaald. Daarom verkocht zij een aantal divisies ter verbetering van de schuld- en liquiditeitspositie. Hieronder vielen de leasingactiviteiten in de divisies gebouwen en koeriersdienst alsmede de buitenlandse transportverhuurdivisie TIP Europe. Volgens Gelco zelf pasten de activiteiten niet langer in haar strategische doelstelling en vertegenwoordigde TIP voor derden een veel grotere toegevoegde waarde (Gelco's Annual Report to the SEC p.26). Gelco verkocht TIP Europe voor £40,7 mln exclusief overname van £20 miljoen bestaande schuld en gebruikte de opbrengst voor schuldaflossing. De totale koopprijs bedroeg £60,7 mln. Gelco zelf werd op 17 december 1987 overgenomen door een werkmaatschappij van General Electric. Strategische herorientatie bleek een dekmantel voor de financiële problemen. Het dochtermanagement was hiervan echter op de hoogte.

Hoewel Gelco begin 1986 de beslissing nam TIP via een management buy-out (afgekort: MBO) te verzelfstandigen, was zij er begin '85 van uitgegaan dat TIP door de hoogst biedende onderneming in Europa zou worden overgenomen. Alleen zogenaamde 'corporate buyers' kwamen in aanmerking; voorop stond een maximale verkoopprijs en het management van TIP moest aan de overname meewerken. Het management van Gelco wilde beslist geen MBO omdat zo'n transactie ten koste zou gaan van de prijs die het voor TIP wilde maken. Helaas voor de moeder durfden potentiële kopers het risico niet aan dat zij bij een eventuele overname het gehele management van TIP zouden moeten vervangen. De overname zou dan veel te duur worden. Immers trailers worden door mensen verhuurd en managers zijn en in dit als 'peoples business' te karakteriseren bedrijf een belangrijk onderdeel van de aangeboden koopwaar. Anders gezegd zonder het management is er eigenlijk geen bedrijf. Bovendien liep de koper het gevaar dat het management van TIP voor zichzelf zou gaan beginnen en een groot deel van het cliëntenbestand zou meenemen. TIP moest in de ogen van Gelco inclusief het management verkocht worden. Echter geïnteresseerde Britse bedrijven haakten af zodra zij vernamen dat het management van TIP zelf de onderneming wilde overnemen. In juni 1985 startten de onderhandelingen en in april 1986 was er overeenstemming over de

uitkoopprijs. Niet al te snel vergeleken bij de doorlooptijd van 4-6 maanden die de huidige MBO-transacties kenmerken.



Figuur 1: Organisationschema Moederbedrijf Gelco

3. De uitkoopprijs en uitgangspunten

Gelco wilde natuurlijk een zo hoog mogelijke prijs en het management van TIP streefde naar een zo laag mogelijke prijs. Om in zo'n situatie niet direct vast te lopen is het nuttig een algemeen aanvaarde, praktisch bruikbare vuistregel te formuleren die voldoende speelruimte openlaat voor interpretatie en onderhandelingen. Kok en Van der Meijden (1988, p.120) stellen dat het in onderhandelingen over de uitkoopprijs gebruikelijk is uit te gaan van een koopprijs die een realistische afspiegeling moet zijn van de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde van het te verkopen bedrijf in relatie tot het toekomstperspectief. Het management van TIP hanteerde ten opzichte van de Moeder een voorzichtig toekomstbeeld, terwijl het naar de financiers een veel rooskleuriger perspectief hanteerde. Gelco's prijsberekening van TIP (£60,7 mln) was gefundeerd op een rentabiliteitsanalyse gebaseerd op een verwachte cash flow die voor het TIP management zelf acceptabel was. Dat kon ook moeilijk anders omdat de koper, in dit geval het TIP-management, het beste wist waar de sterke en de zwakke punten van de onderneming

lagen. Het zittend management heeft volgens Moleveld (1989, p.138) een krachtig wapen in handen bij de onderhandelingen over de prijs, omdat het zelf voorwaarde is voor het succes van de onderneming. Dit was ook bij TIP het geval. Het management bezit de zogenaamde "management control" op basis van expertise van het bedrijf en affiniteit met de branche. Dit in tegenstelling tot een in het kader van de financiering van MBO's vaak gebruikt begrip als "voting control" dat op meerderheidsdeelname in het eigen vermogen berust. Voor "voting control" bezat het uitkopen management van TIP te weinig contanten om op die manier de praktische zeggenschap over de onderneming te verkrijgen. In geval van een MBO waarbij de koopsom grotendeels gefinancierd wordt met eigen vermogen afkomstig van anderen dan het management en het management zelf voor een gering percentage aandelen in de onderneming neemt, berust de zeggenschap over de onderneming niet op "voting" maar op "management control". Dit in tegenstelling tot MBO's waar de manager de meerderheid van de aandelen verwerft, dan zijn beide vormen van "control" in één hand. Met de beleggers kunnen uiteraard wel afspraken worden gemaakt over een plaats in de Raad van Commissarissen en over aard en frequentie van de tussentijdse rapportage over de bedrijfsresultaten.

Een andere oorzaak waarom het dochtermanagement in de onderhandelingen een sterke positie innam, had te maken met het feit dat de verzelfstandiging van TIP een defensief karakter had als gevolg van de slechte gang van zaken bij de moeder. Al deze factoren veroorzaakten voor de moeder een prijsdrukkend effect. Gelco's prijsbepaling hield bovendien geen rekening met 35% winstbelasting zodat de prijs in de ogen van de kopers en de beleggers 35% te hoog was. Zij kwamen uit op £40,7 miljoen ervan uitgaande dat TIP in de toekomst wel winstbelasting verschuldigd zou zijn.

Om te bepalen of de koper niet teveel voor TIP betaalt, moet hij zich afvragen of de trailers die £40.7 miljoen wel waard zijn. Met andere woorden de koper moet weten wat hij voor zijn geld koopt en wil derhalve de opbrengstwaarde van de trailers bepalen. Om aan te geven hoe dat in zijn werk gaat, maken we gebruik van onderstaande balans (zie figuur 2).

AKTIVA		PASSIVA	
Vlottende middelen	£ 12	Schulden	£ 25
Trailers	<u>£ 38</u>	Eigen Vermogen	<u>£ 25</u>
	£ 50		£ 50

Figuur 2. De balans TIP Europe december 1985 (x £mln)

Uit de balans blijkt dat het eigen vermogen £25 miljoen bedraagt en de schulden £25 miljoen. Met andere woorden voor £40,7 miljoen koopt de koper een bedrijf met £25

miljoen eigen vermogen en £25 miljoen schuld. Heeft hij dat er voor over, want hij betaalt eigenlijk £16 miljoen (£40,7 - £25 mln) teveel. Of dat teveel is moet uit de opbrengstwaarde-berekening blijken. Deze rekensom leert dat de koper 10.000 trailers koopt voor £40,7 mln + £25 mln schuld \approx £65 mln. Per trailer: £6,500,-- Uit de gegevens van het bedrijf blijkt dat de aanschafprijs van de trailer gemiddeld £15,000,- bedraagt, deze transportmiddelen 12 jaar meegaan en de trailervloot ongeveer 6 jaar oud was. Op basis hiervan zou de koper £7,500,--per trailer over mogen hebben, aannemende dat lineair afschrijven gebruikelijk is. De vraag is relevant of op grond van bovenstaande berekening geconcludeerd kan worden of het bod van £40,7 miljoen realistisch is. We kunnen bovenstaand rekensommetje ook anders maken. Bijvoorbeeld: de koper koopt voor £65 mln 10.000 trailers+£12 mln vlottende middelen. Per trailer kan dan de volgende berekening worden opgesteld: £65 mln - £12 mln = £53 mln : 10.000 trailers= £5,300 per trailer. In dit geval zou er door het dochtermanagement teveel betaald zijn voor de onderneming.

Het management van TIP moet immers andere beleggers interesseren voor de koop van de trailers. Wat met de trailers gedaan wordt, moet hen overtuigen dat de investering de moeite waard is! Om hier achter te komen besteden we vervolgens aandacht aan het concept achter de verhuur van trailers.

Prognose

Een doelstelling van iedere manager/eigenaar is de vermogensverschaffer te interesseren voor de onderneming. Zo deed ook het TIP-management. In zijn managementplan voorzag het voor het jaar 1986 een lichte daling van zowel het marktaandeel als de omzet en de winst. Als dochter van Gelco had TIP door gebrek aan investeringsmogelijkheden een gedeelte van haar marktaandeel verloren, mede door de gedwongen sluiting van vestigingen in Frankrijk. Een andere oorzaak (Los 1989, p. 129) voor de lichte terugval in 1986 was een daling van de gemiddelde prijs per dag voor trailers. Tenslotte zorgden de MBO-perikelen voor de nodige rem op de prestaties van het bedrijf. Voor de jaren na 1986 zagen de prognoses er goed uit, hetgeen door marktonderzoek werd bevestigd. Toch verlangde de "lead investor" Citicorp een herziene prognose waarin de daling van de omzet en winst in 1986 was weggewerkt. Kennelijk kan zij als specialist op het gebied van venture capital en dikwijls in de rol van "lead investor" aan andere geïnteresseerde beleggers moeilijk verkopen dat het in het eerste jaar van de MBO eerst slechter gaat en daarna stukken beter. Onder druk van de beleggers en met medewerking van het management werden de prognoses van winst en omzet voor 1986 naar boven bijgesteld en daarmee was de hobbel ter verkrijging van de nodige financiering weggenomen. TIP's management kon zich concentreren op de strategie voor het bedrijf op middellange termijn en hoe zij dit zou presenteren.

De structuur van de MBO-transactie

De financiële structuur van de uitkoop²⁹ staat hieronder in tabel 1 afgebeeld.

	<u>£million</u>
de <i>koopprijs</i> voor aandelen TIP Europe	40,7
herfinanciering bestaande schuld/lease overeenkomsten	19,3
andere overnamekosten als fees, uitgaven en belasting	2,0
totale investering	62,0
<i>de financiering</i>	<u>£million</u>
management: gewone aandelen	0,5
institutionele beleggers: afkoopbare gewone aandelen	4,5
afkoopbare 9% preferente aandelen	15,0
totaal aandelenkapitaal	20,00
<i>vreemd vermogen</i> lange termijn	
overname bestaande schulden	20,0
9% lening 6 jaar	12,0
13% lening rekening courant	10,0
totaal vreemd vermogen (incl overname bestaande leningen)	42,0
totaal eigen en vreemd vermogen	62,0

Tabel 1: De financiële structuur van de MBO

De participatie van het management³⁰ in het eigen vermogen bedroeg bij de MBO £500.000 ofwel 2,5% van het totale eigen vermogen (£20 mln bestaande uit £5 mln gewone aandelen en £15 mln preferente aandelen). Uitgedrukt in een percentage van het gewone aandeelkapitaal bedraagt de totale participatie van het management 10%. De drie topmanagers fourneerden de helft van dit bedrag, waarbij ieders bijdrage even groot was. De andere helft was verdeeld over 22 senior en middelmanagers direct onder het topmanagement, variërend van de branch managers tot de manager verantwoordelijk voor de belastingberekening bij TIP. Een ieder kreeg aandelen ter waarde van 8 maal de investering (totaal dus £4.000.000,-).

Indien het managementplan gehaald zou worden en TIP binnen 2 jaar naar de beurs zou gaan of binnen 2 jaar door een ander bedrijf zou zijn overgenomen, dan kon het aandeel van het gezamenlijke management oplopen tot 15% van het gewone aandelenkapitaal. De

²⁹ Report to Citicorp Venture Capital Ltd regarding TIP Europe, 6-3-1986, p4.

³⁰ Introductie memorandum T.I.P. Europe plc ten behoeve van beursintroductie aan de beurs van Amsterdam en Londen op 25-2-1988, Nederlandse Credietbank N.V. en De Nationale Investeringsbank N.V.

drie topdirecteuren konden erboven nog eens 2% van de aandelen krijgen. Door dergelijke prikkels in de overeenkomst in te bouwen, kunnen vanaf het begin eventuele conflicten over de omvang van de participatie in de overnamefinanciering door het management in het aandelenkapitaal tussen het management en de belegger(s) worden opgelost.

Het aandelenkapitaal bestaat dus uit lagen, een laag gewone aandelen waarover de eerste drie jaar geen dividend wordt uitgekeerd en een laag preferente aandelen die voor dat het bedrijf naar de beurs gaat uitlootbaar zijn tegen een koers die boven pari ligt. In de financiële literatuur staan bovengenoemde regelingen in de overeenkomst bekend onder de aanduiding *ratchets* (Heappy en Weller 1988, p.17). Hierdoor krijgt het management van het bedrijf de mogelijkheid om in plaats van de preferente aandelen de relatieve omvang van het gewone aandeelkapitaal in het aandelenkapitaal wezenlijk te vergroten. Ook is dit een voorbeeld van een extra prikkel om het management te bewegen zo snel als mogelijk is de gang naar de beurs te maken. Slaagt het daarin dan kan het de omvang van de belegging van de oorspronkelijke financiers terugbrengen naar kleinere proporties. Nog weer andere *ratchets* betreffen een substantiële verlaging van de rente als de onderneming van te voren overeengekomen doelen zou halen. De *ratchets* werden afhankelijk gesteld van de realisatie van winstprognoses en beursgang binnen de gestelde termijn van 3-5 jaar.

Voor de afkoopbare aandelen geldt dat de gewone aandelen op ieder tijdstip door de onderneming voor 200% van de originele waarde ingekocht kunnen worden. Voor de preferente aandelen geldt echter een inkoopschema. Vanaf 31 maart 1991 tot en met 31 maart 1996 £2 miljoen per jaar en £1.5miljoen per 31 juli 1997 en 31 juli 1998.

Als het management de winstprognoses over drie jaar haalden, zou hun aandeel in het gewone aandelenkapitaal automatisch oplopen tot 15%. In geval de prognoses zouden worden overtroffen, was in de overeenkomst een clause opgenomen die de drie topmanagers het recht gaf nog eens gezamenlijk circa 2% gewone aandelen te verkrijgen.

Het topmanagement baseerde zich bij de uitkoop op uitgangspunten die door de accountant van TIP op verzoek van de 'lead investor' op realiteitswaarde zijn getoetst. Zo ging het er vanuit dat de fiscale en vennootschappelijke wetgeving, reguleringen op transportgebied en de economie geen verandering ondergaan, die de activiteiten van de onderneming, haar kostenstructuur en fiscale positie wezenlijk zouden beïnvloeden. Verder rekende het topmanagement op een soepele aanschaf van trailers die in de specifieke transportbehoeften van de klant voorzien en distantieerde het in haar bespiegelingen over de toekomst van de onderneming van ernstige stakingsacties in de transportbranche. Het ging ervan uit dat voor 1987 en 1988 een stijging van de verhuuropbrengst van £3,5 miljoen mogelijk was en dat de gemiddelde debiteurentermijn van 90 dagen terug gebracht kon worden tot 55 dagen. Uiteindelijk kwam de termijn uit op 42 dagen, behoorlijk lager dan was aangenomen.

In haar rapport aan Citicorp Venture Capital Ltd, uitgebracht ter verificatie van de gehanteerde uitgangspunten bij de MBO door belegger en het uitkopend management,

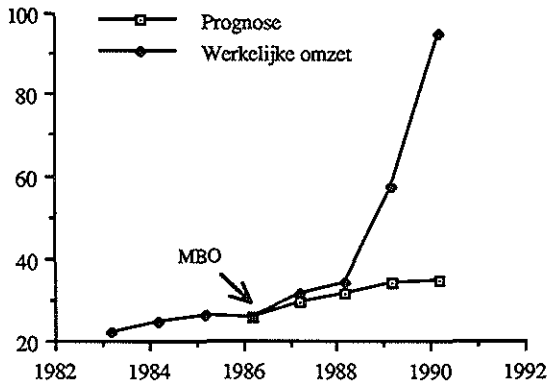
adviseerde de accountant de belegger erop toe te zien dat TIP in de toekomst op adequate wijze in haar accountingfuncties kon blijven voorzien. Voorheen verrichtte het moederbedrijf Gelco namelijk een belangrijk aantal accountingfuncties.

4. Economische prestaties voor en na de MBO

Of TIP op eigen benen tot betere economische prestaties komt dan als dochterbedrijf van Gelco komt nu aan de orde. Als prestatie maatstaven om de economische gezondheid te meten hanteren wij omzet, winst voor belasting, investeringen, cash flows en de respectieve rendementen op het totaal geïnvesteerde en eigen vermogen. Aangezien voor de verhuursector van deze branche relatief weinig gegevens bekend zijn, hebben wij het nuttig geoordeeld om de branchevergelijking toe te spitsen op een vergelijking met de voornaamste concurrent die qua aard en omvang van activiteiten met TIP vergelijkbaar is.

Omzet

Op basis van het introductie-memorandum van 25 februari 1988 en de jaarverslagen over de boekjaren 1988 tot en met 1991 zijn onderstaande figuren 3 en 4 samengesteld over de *geplande* versus de *werkelijke* omzet en de *geprognostiseerde* versus de *werkelijke* winst.



Figuur 3: De omzet: prognose en werkelijkheid (x £ 000,-)

Hieruit kunnen we concluderen dat ten tijde van de eerste MBO-onderhandelingen de omzet in 1986 stagneerde en zelfs met £272.000,- daalde. De oorzaak hiervan was volgens het management drieledig, namelijk de sluiting van de Franse vestigingen, een verlaging van de gemiddelde verhuurprijs per dag en de in het algemeen heersende onzekerheid wat er met de onderneming zou gaan gebeuren. Alle drie factoren droegen bij

aan omzetverlies bij de niet-UK vestigingen. De daling van de omzet bedraagt zelfs £1 mln indien wij de omzetzijde uit de trailerkoopactiviteiten erbij tellen. De jaren 1987 en 1988 (na de MBO) vielen de werkelijke omzetten aanzienlijk hoger uit dan de omzetprognoses. Aangezien de trailerhuurmarkt met 15% per jaar groeit, zal de omzet van TIP, wil zij haar marktaandeel handhaven, tenminste ook met 15% per jaar moeten groeien. Dit betekent dat de elementen bezettingsgraad en het gemiddeld dagtarief per trailer zullen dienen te stijgen.

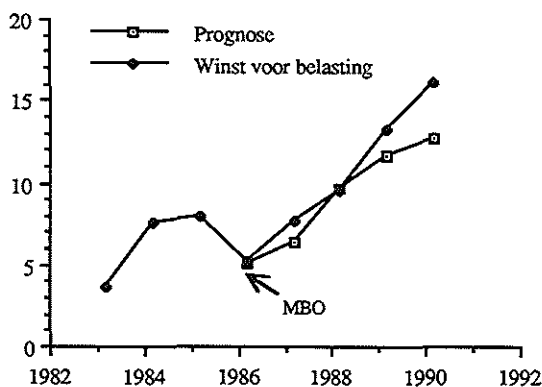
Vanwege de economische teruggang in Groot-Brittannië vakt de stijging van de omzet in 1991 af, maar blijken substantieel hoger dan de ten behoeve van de beursgang afgegeven prognoses. Op beide elementen stuurt het management de branches in de divisies. Bovendien vertoont de verhuurmarkt voor trailers in sommige geografische gebieden in West-Europa, kenmerken van onrijpheid. Dit blijkt uit de presentatie van de gegevens in paragraaf 5.1. In 1987 nam de omzet toe met 24% en kwam uit op £29.5 mln, in 1988 volgde een stijging met 8,5%, terwijl het boekjaar 1989 een stijging van 67% liet zien.

De omzet van £58 miljoen in het boekjaar 1989 is het gevolg van zowel sterke autonome groei als van acquisities. In het verslag van de voorzitter van de Raad van Bestuur wordt tweederde van de toename toegeschreven aan autonome groei en de rest aan acquisities. TIP heeft vier acquisities gepleegd, namelijk Greenland Transport en CSL Corporation in het Verenigd Koninkrijk, ITR/Cetem in de Benelux en Narko in Finland.

Hieronder gaan we na of dit patroon in de omzet ook herkenbaar is in de winsten.

Winst (voor belasting)

Het omzetverlies in 1986 zette zich door in een daling van de winst in 1986 ten opzichte van 1985, hetgeen voor de totstandkoming van de MBO nogal wat voeten in de aarde heeft gehad. Hierop zij we in paragraaf 3 reeds ingegaan.



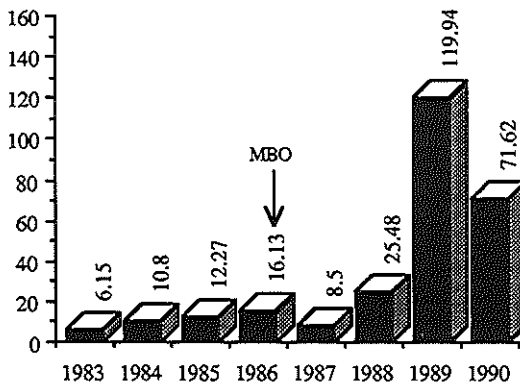
Figuur 4: Winstprognoses en werkelijkheid (x £ mln)

Terwijl de stijging van de winst (voor belasting) in 1987 ten opzichte van 1986 51% bedroeg, was 1988 voor TIP een record-jaar. Zoals we in figuur 4 kunnen zien, nam de winst voor belasting met 26% toe (£9,1 in 1988 en £7,2 in 1987). Als oorzaken voor deze stijging geeft de directie in het jaarverslag aan: hoge bezettingsgraad, effectieve kostenbeheersing, snel en adequaat inspringen op de marktontwikkelingen en een hoger gemiddeld dagtarief veroorzaakt door een verbeterde vlootsamenstelling. Dit laatste is een essentieel onderdeel van de strategie van TIP, namelijk standaardtrailers door meer technologisch geavanceerde trailers vervangen. Verder valt op dat in de jaren direct na de MBO (1987 en 1988) de winstprognoses gehaald worden. De verklaring voor het achterblijven van de winstontwikkeling in 1988 vergeleken bij de prognose, vormt het feit dat nieuw aangeschafte trailers pas in de loop van 1988 konden worden ingezet en derhalve vanaf dat moment aan de winst konden bijdragen.

De prognoses uit het managementplan voor 1986 tot en met 1990 liggen in het algemeen hoger verleden met de cijfers uit de emissieprospectus 1987 en de jaarverslagen 1988 en 1989. Dit is geheel in lijn met de constatering dat tijdens de onderhandelingen over de MBO het management naar de beleggers toe meer optimistische prognoses gebruikt dan naar de moeder. Voor wat betreft de winst voor belasting moet gedacht worden aan bedragen die variëren van £ 1 à 2 miljoen op jaarbasis.

Voor het succes van de MBO gemeten naar de maatstaven van de financiers is winst één van de belangrijkste criteria en dat laat men het management ook weten. Immers, wanneer de met de financiers overeengekomen geplande financiële doelen gehaald worden, treden zogenaamde "ratchets" in werking³¹. De werking ervan staat kort beschreven in paragraaf 3.

Investerings en Cash flow

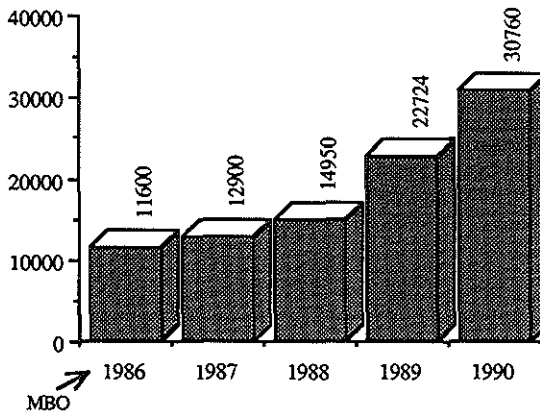


Figuur 5: Investeringsniveaus 1983-1990 (x £ mln)

³¹ Heappy, M and Weller, B, Structuring of large management buyouts, 1988 (unpublished MBA-research report).

De MBO betekende op het terrein van de investeringen duidelijk een einde van de opgelegde restricties door het moederbedrijf zoals uit onderstaande figuur 5 valt op te merken. Het investeringsniveau van TIP na de beursgang in februari 1988 stijgt sterk in vergelijking tot de jaren voor de MBO. Voor nieuwe investeringen is er zelfs sprake van een verdubbeling in 1989 t.o.v. 1988, terwijl in het eerste jaar van de verzelfstandiging de helft minder werd geïnvesteerd vergeleken met het boekjaar 1985-1986, waarin met Gelco bijna een jaar werd onderhandeld over de MBO. Hierna stijgen de investeringen vooral door de overnames. Het is duidelijk dat voor dergelijke investeringsniveaus na de MBO (1986) een beursnotering onontbeerlijk is.

De cash flow heeft zich zoals verwacht na de MBO sterk ontwikkeld, maar kan de investeringsbehoefte niet dekken. Zie figuur 6 voor de ontwikkeling van de cash flow na de MBO.



Figuur 6: De ontwikkeling van de cash flow na de MBO (x £mln)

Volgens de "pecking order" theorie van Myers (1984, pp. 575-592) financieren ondernemingen achtereenvolgens met winstinhouding, vreemd vermogen en ten slotte met nieuw aandelenkapitaal. Na de MBO-transactie zijn de twee eerstgenoemde bronnen uitgeput. Op 25 februari 1988 emitteerde TIP aandelen ter waarde van £15,3 mln (inclusief emissiekosten) en verrichtte acquisities waarbij kleinere branchegeenoten als het Britse tanktrailerverhuurbedrijf Greenland Transport Equipment, het Rotterdamse CETEM/ITR en CSL (Leeds) werden overgenomen. Naast trailers bezit CSL ook tractoren en trucks voor de verhuur, een markt waarop TIP tot dan toe niet actief was. Wij zouden hier kunnen spreken van een gepaste vorm van horizontale diversificatie binnen de transportsector. In 1989 is een bedrag van circa £89 mln geïnvesteerd in overnames; in 1990 werd hiervoor ruim £23 mln betaald. De leest van TIP blijkt niet uitsluitend de trailer meer te zijn, maar het verhuren c.q. leasen van transportmiddelen binnen de transportmarkt.

De hierna volgende indeling in *perioden* lijkt goed hanteerbaar om de mate van zelfstandige uitoefening van de beslissingsbevoegdheid door het topmanagement aan te geven. De gedachte achter deze indeling is dat naar mate de directie met betrekking tot investeringen meer beslissingsbevoegdheid verwerft, er nieuwe functies onder het topniveau bijkomen (zie paragraaf 5.2). Zo kunnen in dit geval bij TIP de volgende perioden onderscheiden worden:

1. *periode voor de MBO (juni 1986)*. Gelco bepaalde voor TIP de omvang en de aard van de investeringen. Blijkens de Staat van Herkomst en Besteding van middelen investeerde Gelco wel in TIP maar volgens haar managers veel te weinig om op de groeitrend krachtig in te springen. Uit figuur 5 blijkt dat na de MBO het investeringspeil van voor de MBO in 1987 niet gehaald wordt. De financiering van de uitkoop schept kennelijk grote financiële verplichtingen van dividenduitkering, rentebetalingen en aflossing. Uitkoop en expansie tegelijk financieren moet stapje voor stapje gebeuren.
2. *de periode na de MBO maar voor de emissie (juni 1986 - februari 1988)*. Tijdens deze periode stond de realisatie van het management-plan voorop. Op de eerste dag had TIP al de kredietlimiet overschreden en regelde de bank de taak van *treasurer*. De bank bepaalde de investeringen, *niet TIP!* Medio 1987 zien de marktaandelen er vergeleken bij die uit 1986 als volgt uit:

In 1986:

TIP	RENTCO	CTR	T'RENT	CETEM/ITR	TRAILOR
10.000	7000	6000	3000	1200	1500
23,7%	19,0%	19,0%	4,6%	3,1%	2,8%

In 1987:

TIP	RENTCO	CTR	T'RENT	CETEM/ITR	CSL
26%	17%	11%	6%	4%	4%

Tabel 2: Het verhuursegment in de wegtransportsector 1986 en 1987

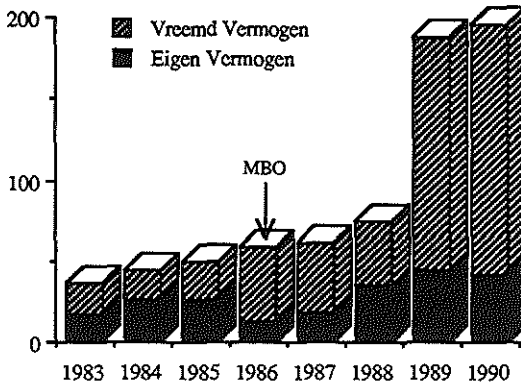
Uit tabel 2 blijkt dat TIP's marktaandeel groeit. Volgens analisten kent TIP een bezettingsgraad van 80% en heeft de trailervloot een behoorlijke 'upgrading' ondergaan. In 1983 bestond 30% van de vloot uit zogenaamde 'premium trailers', in 1987 was dit opgelopen tot circa 60%. Begin 1988 bezit TIP 42 kantoren in 9 landen en is het sterkst qua vestigingen vertegenwoordigd in de UK, Benelux en W-Duitsland.

3. *de periode na de emissie (25 februari 1988)*. Na de emissie verdubbelden de investeringen vergeleken met het jaar daarvoor. In 1987 kon vanwege de uitkoop geen omvangrijk investeringsprogramma plaatsvinden in tegenstelling tot de jaren erna. De investeringen zijn gericht op de aankoop van 'premium trailers' en de overname van branchegenoten teneinde de leidende positie in Groot-Brittannië veilig te stellen en uit te breiden in met name Frankrijk en Duitsland. Zo nam TIP in september 1988 het Britse tanktrailerhuurbedrijf Greenland Transport Equipment over, in november 1988 Cetem/ITR voor circa f32 à f35 miljoen. Eind januari 1989 werd CSL Corporation gekocht voor zo'n £30 mln (circa f 110,- miljoen). Na deze transactie komt TIP in 1989 op de tweede plaats met circa 15.000 opleggers achter de combinatie Central Trailer Rentco (CTR), het transporthuurbedrijf van het concern Tiphook, die ongeveer 16.000 trailers heeft. Vergeleken met 1986, het jaar van de MBO, investeerde TIP in ruim 2 jaar tijd in ongeveer 5.à 6.000 trailers extra! Om de vloot te kunnen blijven 'upgraden' en uit te breiden wordt in 1989 een bedrag besteed van tenminste £50 mln. Hierin is inbegrepen de financieringsbehoefte ten behoeve van overnames. Het valt op dat de overnames niet alleen in de trailerhuurmkt plaatsvinden maar ook in aanverwante activiteiten waarin transportmiddelen verhuurd en geleast kunnen worden zoals trekkers, trucks en tankers. Verder zal TIP de intermodale, zowel voor weg als rail inzetbare uitrusting, uitbreiden en zullen meer filialen in West-Duitsland, Frankrijk, Spanje en Italië worden geopend. Begin 1990 was het aantal verkooppunten vergeleken met 1988 bijna verdubbeld tot 74.

Sinds de emissie bepaalt het topmanagement van TIP en niet de banken het investeringsniveau. In die periode ontstaan dan ook de in 5.2 te bespreken nieuwe functies treasurer, controller, directeur UK, directeur Continent en technisch directeur, waarvan de eerste twee functies voornamelijk dienen om het gecentraliseerde rapportage en controlesysteem verder uit te bouwen en te versterken.

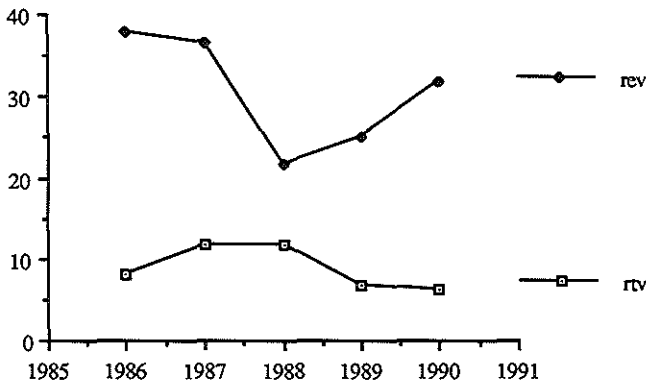
Vreemd vermogen

De snelle groei die zowel op eigen kracht als door een reeks van overnames tot stand is gebracht heeft gezorgd voor een forse toename van de schuld. De leningen zijn tegen het eind van het boekjaar 1989/1990 opgelopen tot circa £160 mln en de gearing ratio tot 370%, hetgeen op een beduidend hoger niveau ligt dan de bij de MBO gehanteerde verhouding tussen vreemd en eigen vermogen. In figuur 7 laten wij deze ontwikkeling van de vermogensverhouding van TIP zien over de periode 1983-1990.



Figuur 7: De verhouding tussen vreemd en eigen vermogen van TIP Europe (1983-1990)

Opvallend is de lager wordende 'leverage' na het jaar van de uitkoop tot en met 1988. Kende TIP in 1986 een verhouding vreemd versus eigen vermogen van 306%, in 1987 is dit 193% en in 1988 76%. Dit komt door het aflossen van leningen en door het emitteren van aandelen. Na 1988 neemt de component vreemd vermogen in de ondernemingsfinanciering wederom zeer sterk toe. In 1990 alleen al met zo'n £55.6 mln. In 1986 is de post rente te betalen over de acquisitieschuld ongeveer £2.4 miljoen, terwijl dit bedrag in 1990 is opgelopen tot £13,7 mln. Indien wij de behaalde rendementen op het totaal geïnvesteerde (rtv) en eigen vermogen (rev) nader beschouwen dan valt op dat de aandeelhouders van TIP Europe vier jaar van het 'warme douche' effect (de verdeling tussen de aandeelhouders van de winst op het vreemd vermogen) hebben geprofiteerd.



Figuur 8: De ontwikkeling van de rtv en de rev 1986-1990 (in percentages)

Samenvattend mogen wij stellen dat de economische prestaties van TIP Europe na de MBO in 1986 zich gedurende de beschouwde periode voorspoedig ontwikkelen. Of TIP na de MBO ook betere economische prestaties vertoont dan de concurrentie gaan we na in 4.1.

4.1 Een vergelijking met de branche

Uit bronnen als de "listing particulars" (p. 14) van het 'offer document' (p. 16) van Central Trailers (later: Central Trailer/Rentco) en het jaarverslag van TIP 1988 is door ons tabel 3 samengesteld, waaruit valt af te leiden dat TIP Europe ten opzichte van zijn grootste concurrent gedurende de eerste drie jaar na de MBO (1986, 1987 en 1988) een hogere omzet en een betere winstgevenheid per trailer kent.

Central Trailers	1986	1987	1988
Turnover	5.839	13.083	26.086
PBT	566	1.579	3.244
# of Trailers	2.900	4.500	7.800
Turnover/trailer £	2.013	2.907	3.344
PBT/trailer £	195	350	416
TIP Europe	1986	1987	1988
Turnover	25.595	32.318	34.778
PBT	4.758	7.208	9.078
# of Trailers	10.426	9.912	9.866
Turnover/trailer £	2.455	3.260	3.525
PBT/Trailers £	456	727	920

Tabel 3: Een vergelijking met een branchegenoot over 1986-1988

Bij TIP Europe is de winst per TIP trailer zowel absoluut als relatief gezien hoger dan bij Central Trailers. Terwijl voor wat betreft de groei in de omzet Central Trailer een relatief sterkere stijging kent dan TIP. Op basis van deze zij het summiere gegevens, concluderen wij dat TIP gedurende drie jaar na de MBO betere economische prestaties levert dan zijn grootste concurrent in de branche.

5. Vergroting van de flexibiliteit naar buiten en naar binnen

Om een goed beeld te kunnen vormen van de maatregelen die na de MBO genomen zijn om de flexibiliteit naar buiten en naar binnen te vergroten, schetsen wij in het kort eerst de marktsegmenten, de technische ontwikkeling en de kansen en bedreigingen in de wegtransportbranche, in het bijzonder die van de trailerverhuursector. Ter toetsing van het door ons in hoofdstuk 6 aangetoonde verband tussen de verbeterde economische prestaties en de toegenomen flexibiliteit na MBO, gaan wij achtereenvolgens in op de te hanteren strategie en de marktgerichtheid en op de aanpassingen die in de organisatiestructuur en de beloning na de MBO zijn aangebracht.

5.1 De strategische flexibiliteit

De wegtransportmarkt

Binnen de EG mag van de wegtransportmarkt een sterke groei verwacht worden. In verband met de deregulering die zijn voltooiing aan het eind van 1992 moet krijgen, vallen de communautaire contingenten, die momenteel de concurrentie begrenzen, weg. Vereenvoudigingen van grensformaliteiten dragen verder bij aan de snelheid van het vervoer en daarmee aan de concurrentiekracht. In de aanloop naar 1992 worden de contingenten in 1988 en 1989 met 40% verhoogd en verplichten de EG-landen zich om de bilaterale vergunningen bij toenemende vraag te verruimen. Volgens M.M. von Coerper, lid van de Raad van Bestuur van Mercedes-Benz Nederland kan hierdoor 30% van alle lege ritten worden vermeden. Door de hogere benuttingsgraad van de trucks zal de vraag naar trailers minder sterk toenemen, doch dit wordt gecompenseerd door de verlaging van de vervoerskosten en de verbeterde concurrentiepositie van wegvervoer ten opzichte van andere vormen van vervoer als spoorwegen, luchtvervoer en waterwegen. De verbeterde positie laat zich als volgt verklaren. Het Zwitserse onderzoeksinstituut Prognos³² becijfert de toename van het aandeel van het wegvervoer in de totale Europese vervoersmarkt op 52,7 tot 55,3% in het jaar 2000. In 1989 zal het aandeel stijgen naar 43,1%. Per jaar taxeert dit onderzoeksbureau een gemiddelde groei met ruim 3%. Een tendens die te bespeuren valt is een toename in het vervoer met een hogere toegevoegde waarde zoals koeltransport en transport van dure goederen. Verder neemt het vervoer van kleine ladingen toe in verband met de tendens naar kleinere voorraden bij bedrijven, waardoor logistiek en 'just in time' leveringen steeds belangrijker worden. Bij al deze soorten transport spelen snelheid en flexibiliteit een belangrijke rol. De verwachting is dat deze sector in het wegvervoer sterk zal groeien.

³² In: Transport dd 22-9-'88. Geen verschuiving goederenstroom naar het Zuiden; Veel meer wegvervoer tot 2000.

De trailerverhuurmarkt

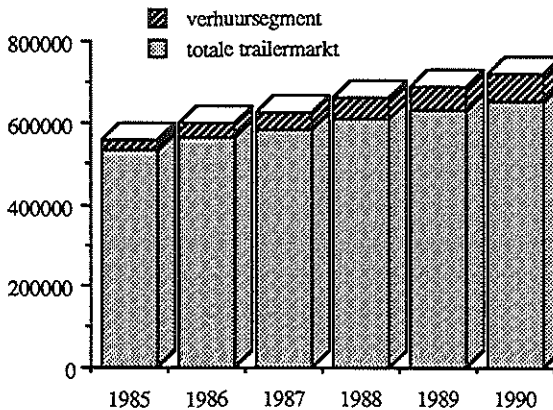
Het totale trailerpark in West-Europa wordt geschat op iets minder dan 600.000 trailers waarvan, zoals uit onderstaande tabel 4 blijkt, slechts een klein gedeelte wordt verhuurd.

Land	1985			1986			1987		
	totaal	verhuur	%	totaal	verhuur	%	totaal	verhuur	%
UK	180.0	17.0	9.4	198.0	19.7	9.9	200.0	23.0	11.5
B·LUX	40.0	6.0	15.0	43.0	6.3	14.6	43.2	7.6	17.7
W-DLD	94.0	4.0	4.3	97.5	4.4	4.5	105.0	7.1	6.8
FRA	96.0	3.1	3.2	97.0	3.7	3.8	100.0	4.5	4.5
ITA	82.0	nil	nil	86.0	nil	nil	90.0	nil	nil
SPA	39.0	nil	nil	44.5	nil	nil	48.0	nil	nil
	531.0	30.1	5.7	566.0	34.1	6.0	586.2	42.3	7.2

Tabel 4: Aantallen trailers (x 1000) in gebruik in West-Europa

Uit deze tabel kunnen we afleiden dat de trailermarkt in zijn totaliteit groeit. Het zelfde kan gezegd worden voor de verhuursector. Namelijk van 5,7% in 1985, naar 6,0% in 1986 en 7,2% in 1987. De harmonisatie van de wetgeving in de EG zal vooral de zeer onrijpe (lees: verouderde markten) markten van Spanje en Italië openen.

Bezien we in dit verband de cijfers van ARC (Automotive Research Consultants) in figuur 9, dan wordt voor de verhuurmarkt uitgegaan van een gemiddelde groei van ongeveer 15%. De gehele trailervervoermarkt groeit gemiddeld 3,5% per jaar.



Figuur 9: De groei in de trailerverhuurmarkt (in aantallen trailers)

Van de 611.000 trailers in Europa worden er anno 1988 zo'n 51.000 verhuurd (8,3%). In de V.S. is dit percentage 20-25%. Hieruit volgt, indien de vergelijking met Amerika wordt getrokken, dat de West-Europese markt nog onvoldoende is gepenetreerd. Betrekken wij in dit verband eveneens de trailer/truck ratio, dan kunnen we stellen dat deze voor de rest van Europa (1,5:1) en voor de UK (2:1) vergeleken met de 3:1 van Amerika nog verbeterd kan worden.

Wie in de Europese verhuurmarkt opereren en welke positie TIP daarbinnen inneemt, is voor de belegger die geld in de onderneming wil steken een logische vervolgvraag. De concurrenten van TIP gerangschikt naar omvang van de trailervloot en vertegenwoordiging in negen West-Europese landen zijn weergegeven in onderstaande tabel 5 en 6:

TIP	RENTCO	CTR	T'RENT	CETE / ITR	TRAILOR
10.000	7000	6000	3000	1200	1500
23,7%	19,0%	19,0%	4,6%	3,1%	2,8%

Tabel 5: De grootte van de vloot (cijfers 1986)³³

TIP is op grond van onderstaande tabel de Europese marktleider. Zij bestrijkt ongeveer 25% van de totale verhuurmarkt met behulp van een uitgebreid netwerk vestigingen(42) in 9 landen. Hierdoor is zij in staat internationaal service te verlenen aan de opdrachtgevers.

	TIP	RENTCO	CTR	T'RENT	CETEM/ITR	TRAILOR
UK	*	*	*	*	*	
HOLLAND	*	*	*		*	
BELGIUM	*	*	*		*	
GERMANY	*		*	*		
FRANCE	*	*				*
SWEDEN	*					
NORWAY	*					
DENMARK	*		*			
FINLAND	*	*				

Tabel 6: De spreiding van de vestigingen

De strategie

Tegenwoordig is het gebruik van trailers belangrijker dan de eigendom. Dat is eigenlijk altijd zo geweest, alleen dacht men er anders over. De gebruiker wil geen economisch risico lopen en gaat er hoe langer hoe meer toe over deze bedrijfsmiddelen te leasen dan wel te leasen. Het risico van een ondoelmatige aanschaf is groot. Zo hebben sommige

³³ Research Note CLN Oyens & van Eeghen inzake de beoordeling van TIP, oktober 1987.

gebruikers de trailers slechts korte tijd nodig als gevolg van een onzeker vraag- en aanbodpatroon, wisselende behoeften en speciaal transport. Vaak hebben zij geen idee welk type trailer voldoet en om dan aan de groeiende vraag te beantwoorden is het veelal verstandig niet te veel risico te lopen bij de aanschaf van zo'n duurzaam produktiemiddel. TIP speelt hierop in met de boodschap "a large fleet represents a liability rather than an asset". Voor de huur van trailers zijn volgens een research rapport van het effectenbedrijf van Credit Lyonnais Bank Nederland³⁴ de volgende argumenten aan te voeren:

- "a. Bedienen van een seizoensgebonden vraag met een eigen vloot van voldoende omvang om pieken in de vervoersvraag op te vangen is een kostbare zaak. Door de toegenomen concurrentie op de vervoersmarkt en de inspanningen van verhuurmaatschappijen is steeds meer nadruk op kostenbeheersing komen te liggen en is het aanhouden van een eigen vloot zeer kostbaar.
- b. Opvang van incidentele vraag op onverwachte momenten en onder van te voren voor de vervoerder onbekende technische condities.
- c. Als gevolg van sterke concurrentie in bepaalde markten hebben de vervoerders wisselende behoeften aan aantallen en verschillende soorten trailers.
- d. Optimalisatie van het gebruik van de trekker (truck) door permanent beschikbaar zijn van huurtrailers. Hierdoor is het mogelijk de bezettingsgraad van de trekker, die doorgaans 2 à 3 keer zoveel kost als de trailer, zo hoog mogelijk op te voeren, hetgeen vanuit kosten oogpunt zeer wenselijk wordt geacht.
- e. Kleinere kapitaalbeslag voor de vervoerder omdat deze de trailer(s) niet zelf hoeft aan te schaffen.
- f. Geen administratief beheer. De vervoerder kan kosten besparen door de administratie van de trailervloot in handen van de verhuurmaatschappij te geven."

Bovengenoemde argumenten vormen de basis van het verkoopconcept van TIP dat de belegger moet kennen, wil hij zijn medewerking verlenen aan de financiering van de MBO. Echter wat is het verkoopconcept in de toekomst waard? Wat gaan de verhuuractiviteiten in de toekomst opbrengen? Hiermee zijn we weer terug bij de vraag of de investering van £40,7 miljoen in TIP de moeite waard is.

Het is duidelijk dat er een prognose van omzetten, winsten en verliezen moet worden opgesteld om het verkoopconcept van TIP zoals dat in het managementplan of uitkoopplan wordt gebruikt op zijn realiteitsgehalte te kunnen beoordelen. De indruk bestaat dat in tegenstelling tot de U.K. en de V.S. in Nederland bij MBO-

³⁴ Introduction Memorandum. T.I.P. Europe plc arranged by Nederlandse Credietbank nv en De Nationale Investeringsbank N.V. p.6.

onderhandelingen veel meer naar de boekwaarde en de intrinsieke waarde wordt gekeken als waarderingsgrondslag dan naar de bijvoorbeeld op basis van toekomstverwachtingen te berekenen rentabiliteitswaarde.

Via een objectief onderzoeksbureau dat in principe geen belang heeft bij het doorgaan van de MBO, verzamelt het management onder meer informatie over de ontwikkelingen in de bedrijfstak, toekomstige groei, concurrentie en marktaandeel. Juist deze informatie is van buitengewoon belang voor de beoordeling van de door het management verwachte ontwikkelingen in de markt. Bevestiging van zijn verwachtingen met betrekking tot groei van de omzet en van de bezettingsgraad van het materieel door informatie van een onafhankelijk onderzoeksbureau, dat de "research-fee" incasseert los van het feit of de MBO doorgang vindt of niet, draagt sterk bij aan het overtuigen van de beleggers door het uitkopend management. In het MBO-rapport van het management dient over deze punten een grondige analyse te staan, die door de accountant ten behoeve van de beleggers nogmaals geverifieerd kan worden. In het geval van TIP werd de omzetprognose gespecificeerd naar regio's en soorten trailers, aantallen trailers en verhuurdagen. Ook werd aangegeven waar het management in de toekomst belangrijke wijzigingen ten opzichte van het verleden verwachtte en waarop dat oordeel gebaseerd was. Slaagt de accountant erin de beleggers over deze punten gerust te stellen dan groeit bij hen vertrouwen en bij het uitkopend management het zelfvertrouwen (Moleveld, 1988 p. 135).

Op dit punt zijn in V.S. in de nabije toekomst maatregelen te verwachten bij de categorie "leveraged buy-outs", aangezien deze MBO's met relatief veel vreemd vermogen zijn gefinancierd en aanzienlijke rente- en aflossingsverplichtingen kennen (Het Financieele Dagblad van 28-12-1988). Reeds bij kleine tegenvallers lopen de financiers het risico dat het management niet (op tijd) kan betalen. Betrouwbare informatie over de cash flow, gebaseerd op realistische toekomstverwachtingen die door een onafhankelijke derde kunnen worden getoetst, kan dit euvel helpen beperken.

Hoe jonger de vlootsamenstelling hoe meer de onderneming aan de laatste wensen van de klant tegemoet kan komen. TIP's vloot, zo vermeldt het introductie-memorandum dat speciaal voor de beursgang is vervaardigd, is gemiddeld 6 jaar oud en de premiumtrailers speciaal bestemd voor temperatuurbeheersing en kleinere ladingen zijn gemiddeld 3 jaar oud. Van de trailers (8000 eenheden) bestaat 80% uit trailers met opbouw. De resterende 20% zijn platte trailers geschikt voor vervoer van containers, pallets en kratten.

Het afschrijvingssysteem vergeleken met dat van de concurrent die eveneens aan de beurs is genoteerd (Tiphook met dochters Central Trailer/Rentco³⁵) heeft het voordeel dat de trailers niet gedurende de gehele economische levensduur van 15 jaar worden afgeschreven maar in 8-12,5 jaar. Hiermee creëert TIP een niet te verwaarlozen bron van winst, namelijk die uit de verkoop van tweedehands trailers: ongeveer £1 mln. De banden, een andere aanzienlijke kostenpost, worden in het jaar van aanschaf volledig

³⁵ Tiphook heeft Rentco in november 1988 overgenomen ter versterking van haar dochtermaatschappij CTR (Central Trailer).

afgeschreven, terwijl de concurrent deze post over verscheidene jaren afschrijft. Hogere afschrijvingen drukken de winst, echter door belastingverschuiving treedt er een liquiditeits en belastingvoordeel op. Of er ten opzichte van de concurrentie per saldo hierdoor winst ontstaat blijft een vraag waarop we het antwoord schuldig blijven. Door de belasting in de tijd te verschuiven neemt de contante waarde van de belasting af. Uit oogpunt van netto contante waarde is deze maatregel gunstig.

Op TIP's afdeling Trailerdesign vindt continu vernieuwing, aanpassing en ontwikkeling van de trailers plaats, gericht op uitwerking van de strategie het aandeel van de verhuurmarkt op te voeren met behulp van gespecialiseerde trailers. Dit schept voor TIP een extra vermogensbehoefte omdat de ermee gemoeide investeringen hoger zijn dan die in de gewone trailer. Echter daar staat tegenover dat de marge op de gespecialiseerde trailers hoger is. Het management is van plan om in de zeer nabije toekomst hier meer in te investeren, hetgeen in lijn is met de sterke groei in de trailerverhuurmarkt.

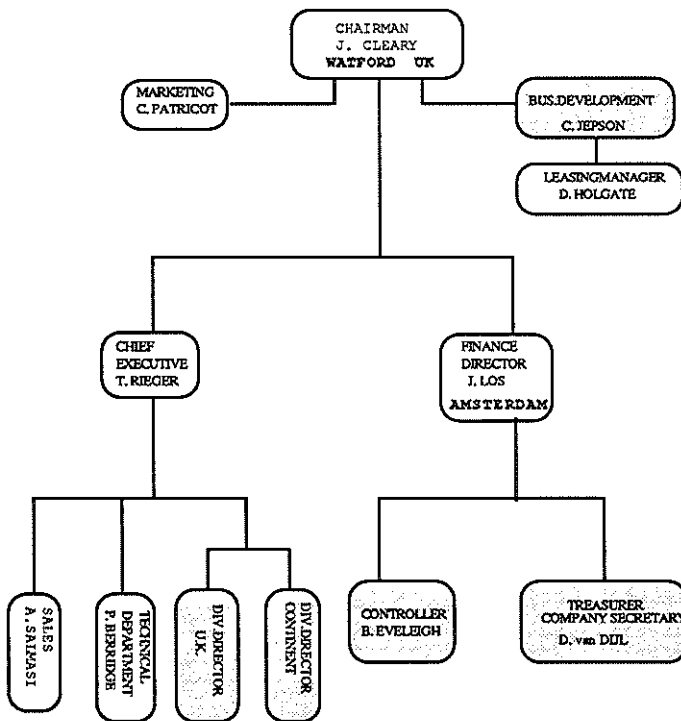
Omdat TIP zich op de verhuurmarkt van de trailers bevindt, richt zij zich naast de groep professionele vervoerders met name op ondernemingen die transport van hun producten niet tot de kerntaken rekenen. Ondernemingen waarvan transportactiviteiten in eigen beheer slechts van marginale betekenis voor de resultaten zijn en de transportbehoefte vaak sterk fluctueert. Dit verkoopconcept wint gestadig terrein in West-Europa, vooral in West-Duitsland dat over een uitgebreid spoorwegnet beschikt, is de zogenaamde "huckepack-trailer" die zowel over weg als per spoor vervoerd kan worden sterk in opkomst. Daarnaast richt TIP zich op het aanbod van trailers die technisch geavanceerd zijn, de zogenaamde "premium trailers". Deze trailers hebben voor de klant een hoge toegevoegde waarde en dat betekent voor TIP een hogere marge vergeleken met de andere soorten trailers. Gedacht kan worden aan vervoer van goederen die vers moeten blijven, die duur zijn, die snel in kleine hoeveelheden geladen en gelost moeten worden. Vooral in Frankrijk, West-Duitsland, Spanje en Italië probeert TIP haar marktaandeel te vergroten om redenen die wij hierboven reeds uiteen hebben gezet. Het aandeel van deze trailers was in juli 1987 opgelopen tot 60% van de omzet. De strategie is om vooral in "premiums" te investeren. Gelet op de concurrentie beschikt TIP over de meeste vestigingspunten om op internationale schaal te kunnen opereren. De rest van de omzet wordt door de "gewone trailer" gerealiseerd waarvan TIP haar marktaandeel wil behouden.

Uit analyse van het klantenbestand blijkt dat TIP niet afhankelijk is van enkele grote klanten. Geen enkele klant draagt meer bij dan 3% van de omzet. Zowel geografisch als naar bedrijfstak zijn de klanten goed gespreid, zodat seizoenspatronen worden afgevlakt en de inkomsten in geval van economische teruggang in één van de bedrijfstakken stabiel blijven. In 1987 bedroeg het aandeel in de omzet van de 50 grootste klanten niet meer dan 37%.

5.2 De structurele en operationele flexibiliteit

Hieronder verstaan wij de wijze waarop het bedrijf de taken opsplitst en de daarbij horende verantwoordelijkheden en bevoegdheden verdeelt over de verschillende afdelingen, alsmede de manier waarop de coördinatie tussen de verschillende afdelingen is geregeld (Mintzberg 1979, p. 2). In deze paragraaf komen enige belangrijke verschillen tussen de oude en de nieuwe organisatiestructuur aan het licht. Deze verschillen hebben zowel te maken met de groeiende trailerverhuurmarkt als met de zelfstandigheid van het bedrijf met name na de emissie-periode. De veranderingen in de organisatie doen zich namelijk niet direct na de MBO voor, doch pas na enige tijd als het topmanagement zich moet vrijmaken van de dagelijkse operaties om zich met het zoeken naar nieuwe mogelijkheden bezig te houden.

Zoals uit onderstaande figuur 10 blijkt, zijn de financieel-administratieve taken gecentraliseerd te Amsterdam, terwijl de marketing- en business-ontwikkelingsactiviteiten, plus de opleiding in Watford (Engeland) centraal zijn ondergebracht; TIP heeft als het ware twee hoofdkantoren.



Figuur 10: Organisatie TIP Europe na de beursgang

Onder de verantwoordelijkheid van het financieel en administratief servicecentrum

ressorteren taken die voortvloeien uit de functies van controlling en treasuring zoals budgetbewaking, betalingen, facturering, kredietbewaking, liquiditeitenbeheer, onderhoud en voorraadbeheersing, belastingberekening, verzekeringen en computerdiensten. Daarnaast wordt de financiële administratie gevoerd voor alle dochters uit negen landen.

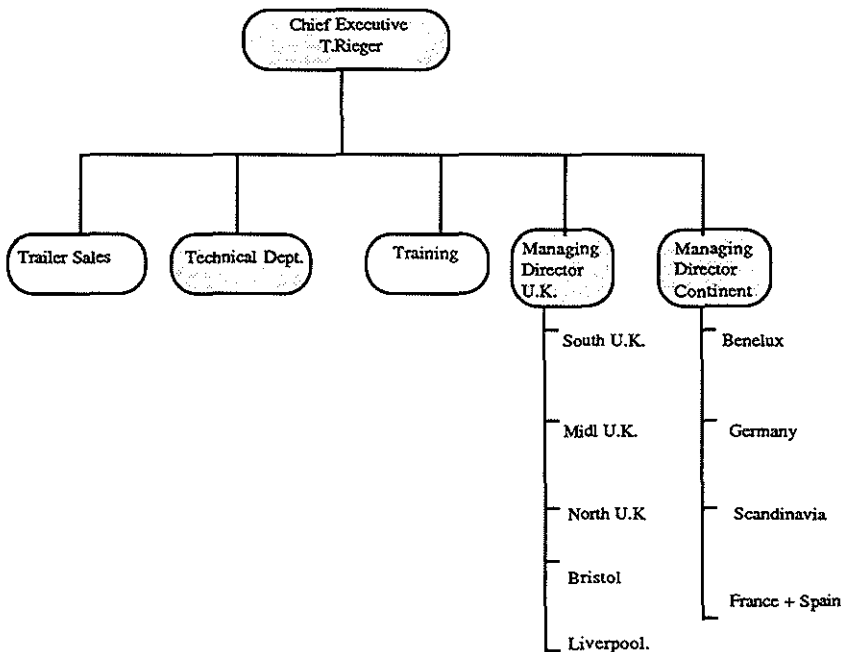
Bij TIP houdt men de operationele en commerciële activiteiten strikt gescheiden van de financieel-administratieve zaken. Dit onderscheid bestond al voor de MBO en is na de verzelfstandiging uitgangspunt voor de verdere structurering van TIP's organisatie gebleven. Voordelen ervan liggen voornamelijk op het terrein van de arbeidsspecialisatie. Zo kunnen in deze organisatorische opzet de branches ofwel de verhuurpunten binnen de divisies zich volledig op commerciële activiteiten concentreren, d.w.z. met de (toekomstige) klanten langlopende en kortlopende verhuurcontracten sluiten. Tevens is men daarbij verantwoordelijk voor het onderhoud en de inzetbaarheid van de trailers, het technisch operationele facet van de bedrijfsvoering.

Door deze specialisatie gaat de produktiviteit van de werkzaamheden omhoog en worden de administratieve kosten per verhuurde trailer verlaagd door centrale afsluiting van trailerverzekeringen en leasecontracten, centrale financiering en administratie van de trailervloot en centrale afhandeling van valutabelangen en belastingberekening. Deze vorm van arbeidsspecialisatie, waarbij de divisies verantwoordelijk zijn voor de omzetten en de winsten die de branches behalen en het hoofdkantoor centraal de financieel administratieve ondersteuning van de bedrijfsvoering voor zijn rekening neemt, staat in de organisatieliteratuur (Wissema 1987, p.21) bekend als "unit management met centrale staf". Decentraal ondernemerschap in de divisies en de branches creëert winstverantwoordelijkheid en bevordert de bestuurbaarheid omdat de prestatienormen duidelijker zijn. Het vergt ten behoeve van coördinatie door het hoofdkantoor een snelle en effectieve rapportage over geplande en gerealiseerde respectievelijk nog te realiseren omzettoelen en winstmarges per divisie en per branche. Vooral deze rapportage is na de MBO sterk ontwikkeld, zo sterk zelfs dat men in 1991 hoopt te beschikken over een 'on line' verbinding tussen hoofdkantoor en de branches. Nu vindt één keer per week gegevensverwerking plaats. Iedere branche krijgt maandelijks haar eigen winst- en verliesrekening en stelt jaarlijks in overleg met het topmanagement de te realiseren omzetten en winsten vast. Al met al zijn na de MBO rapportage en budgettering door het bedrijf grotendeels opnieuw opgezet.

In het organigram van figuur 10 is via de grijs gemaakte blokken aangegeven dat er nieuwe functies zijn bijgekomen. Deze nieuwe functies bevinden zich vlak onder de *chairman*, de *chief executive* en de *finance director* en kunnen worden gezien als een herverdeling van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden die als gevolg van de buy-out en met name ten behoeve van een goed voorbereide emissie noodzakelijk waren. Immers de drie topmanagers moesten nu zelf hun beleid formuleren en de onderneming los van de moeder leiden. Dat hield in dat zij hiervoor tijd moesten vrijmaken zodra bleek

dat de plannen direct na de MBO haalbaar leken. Zodoende werd aan managers direct onder het topmanagement een groot deel van hun vroegere werkzaamheden gedelegeerd en werden nieuwe op grond van het herstelde ondernemerschap geëntameerd. Achtereenvolgens zullen wij per onderdeel aandacht besteden aan de verschillende organisatorische aanpassingen als gevolg van de MBO en meer in het bijzonder als gevolg van de emissie. In de organigrammen die hierna volgen zijn sommige vakjes grijs gemaakt ter aanduiding van een verandering met de situatie voor de MBO.

Voor de MBO rapporteerden de divisies over operationele zaken aan de functionaris 'operations' die in de huidige organisatie *chief executive officer (CEO)* is en ging de communicatie over de commerciële prestaties van de divisies rechtstreeks naar de functionaris die nu de *chairman* van het bedrijf is. In de nieuwe interne organisatie-opzet rapporteren de divisies in Engeland en in Europa zowel over de operationele (technische) als over de commerciële zaken aan één CEO via twee nieuw tussengeschakelde middle managers, één voor Engeland en één voor West-Europa. In figuur 11 zijn deze nieuwe functies aangeduid met grijsgemaakte vlakken.



Figuur 11: Organisatie van verkopen en operaties

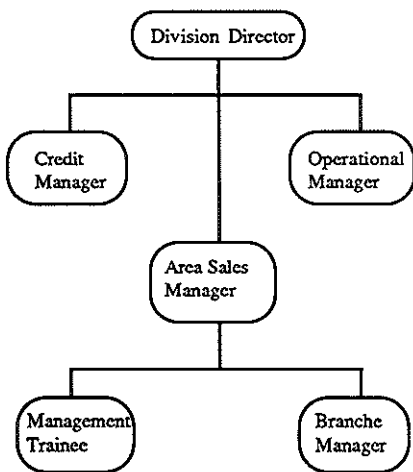
De verantwoordelijkheid op topniveau was op dit punt voor de MBO gesplitst en convergeerde erna in één hand. Mede als gevolg van het veel grotere aantal te bestellen trailers en het ontwerpen en afstemmen van door de branches gewenste trailers met de leverancier, was het noodzakelijk de technische afdeling uit te breiden en onder één

manager te plaatsen. Tussen de *chairman* en de *CEO* heeft na de MBO dus een herverdeling van taken plaatsgevonden. De *chairman* bemoeit zich niet rechtstreeks met de dagelijkse gang van zaken, maar houdt zich bezig met de bedrijfsontwikkeling op langere termijn, hierbij gesteund door de staffunctionarissen *marketing* en *business development*.

De branches zijn georganiseerd in negen divisies, zoals we in figuur 12 kunnen zien. Aan het hoofd van een divisie staat een divisie-directeur die rechtstreeks rapporteert aan de directeur UK in geval van een Britse divisie of aan de directeur Europe wanneer het gaat om Europese vestigingen. Onder de directe lijnverantwoordelijkheid van de divisiedirecteur staat de area sales manager die zich laat bijstaan door een branchemanager. Gezamenlijk dragen zij voor een bepaalde regio de commerciële verantwoordelijkheid en bezoeken zij de huidige en toekomstige klanten. De functie van management trainee moet gezien worden als een plaats waar het vak van trailerverhuur kan worden geleerd.

Op het punt van de werving en selectie hebben de divisies hun eigen methoden. Echter uitgangspunt is dat het aantal mensen stabiel blijft ten opzichte van de omzet. In vergelijking met voor de MBO hebben de divisiedirecteuren meer vrijheid gekregen voor een zelfstandige keuze zonder tussenkomst van het hoofdkantoor.

Elke nieuwe medewerker komt na ongeveer zes maanden dienstverband op het hoofdkantoor te Amsterdam een aantal dagen op cursus waar specifiek voor TIP bedrijfsopleidingen worden verzorgd. Aan het eind van dergelijke cursussen vindt een examen plaats. De divisiedirecteuren krijgen een week per jaar voor hun eigen opleiding en mogen zelf bepalen waarin zij hun kennis willen bijspijkeren.



Figuur 12: De divisiestructuur

De *branche manager* rapporteert aan de *area-sales manager* en laat zich bij zijn commerciële activiteiten adviseren door een tweetal staffunctionarissen uit de divisie namelijk over de kredietwaardigheid van de klant door de *credit-manager* en over technische inzetbaarheid van de trailers door de *operations manager*. Behalve aan de lijnmanagers uit de divisie rapporteren de credit managers en branche-managers tevens aan het financieel en administratief centrum. De *credit manager* uit de divisie rapporteert aan de *treasurer* in verband met de bewaking van de kredietwaardigheid van klanten, de *branche manager* in verband met de te behalen omzet en marges aan de *controller*. Ter verduidelijking van laatstgenoemde rapportagelijnen moge het volgende voorbeeld dienen. In de informatievoorziening neemt de zogenaamde *lease agreement* een zeer belangrijke plaats in. Als een branche een overeenkomst sluit met een klant stelt zij een *lease agreement* op. Hierin wordt aangegeven welke trailer wordt verhuurd, hoe de technische staat is, welke voorwaarden gelden, wat het tarief is e.d. Dit document wordt naar de financiële administratie te Amsterdam gestuurd en ingevoerd in de computer. Automatisch wordt bij de afdeling *fleet control* geregistreerd waar de trailers zich bevinden, de omzetgegevens bijgewerkt, een factuur opgesteld en het debiteurenbestand bijgewerkt. Wanneer de trailer terugkomt, vindt hiervan op genoemd document aantekening plaats, zodat de toestand "in en uit" naast elkaar staan. Komt de trailer niet terug in het depôt waaruit de verhuur plaats had, dan wordt in de administratie in verband met de resultaatverantwoordelijkheid van de branches de afschrijving van de trailer overgeboekt naar de desbetreffende branche waar de oplegger staat. Het is de bedoeling dat in de nabije toekomst ook de interestkosten wordt overgeboekt, dit ter aanscherping van de prestatienormen.

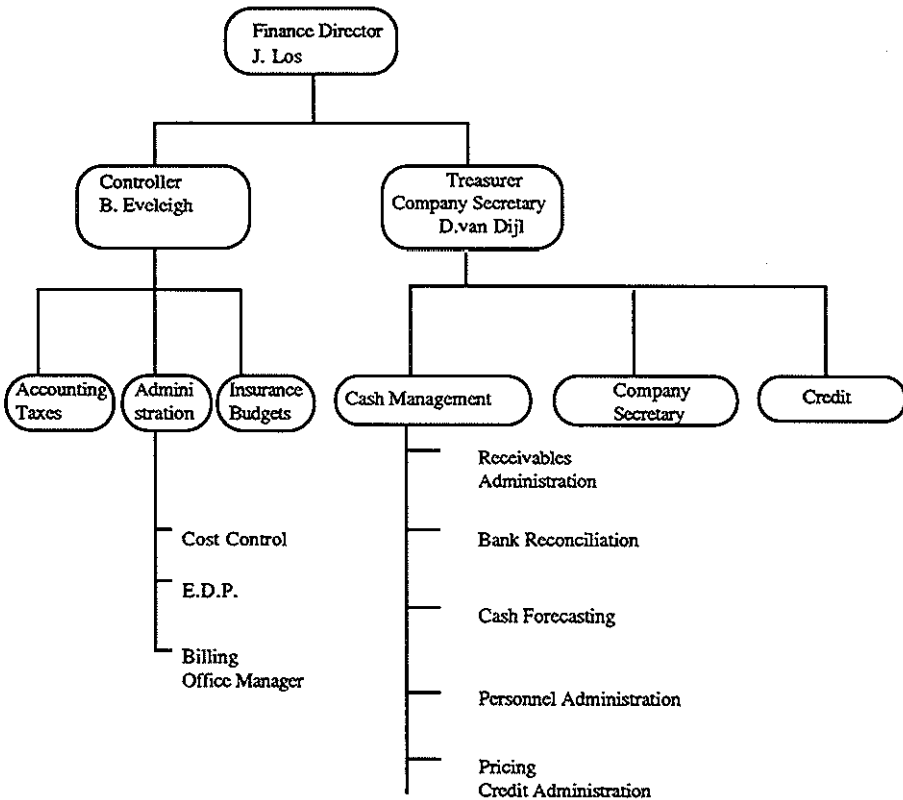
Eén keer per week verwerkt men de gegevens zodat voor alle branches (circa 60) centraal een overzicht beschikbaar is van de bezettingsgraad. Bij de berekening onderscheidt men de contracten op de korte termijn en de lange termijn (>1jaar). In de kortetermijncontracten is een hogere marge verwerkt dan in de lange termijncontracten. Er wordt naar gestreefd voor 30% van de totale vloot lange-termijncontracten af te sluiten. Door bijvoorbeeld speciale acties tracht men de dalen in het jaarlijkse verhuurpatroon te verminderen (55 weken huren en 52 weken betalen). In deze zin zijn de divisies slagvaardiger geworden dan voor de MBO.

Elke maand stelt men in Amsterdam per branche een gedetailleerde winst- en verliesrekening op. Hieruit blijken de werkelijke cijfers, de gebudgetteerde cijfers en het verschil ertussen van de betrokken maand en van de afgelopen maanden van het boekjaar samen. Door vergelijking kan tijdig gesignaleerd worden of de geplande doelen in gevaar komen. Per trailertype stellen de branches zelf een budget op dat door de topmanagers goedgekeurd moet worden. Het topmanagement plant drie jaar vooruit en daarbinnen vindt jaarlijks de budget-afstemming met de branches plaats.

De branche-managers kunnen zelf grote invloed uitoefenen op de opbrengsten en de kosten en dienen verliezen door onbeïnvloedbare omstandigheden, bijvoorbeeld wegens stakingen, zelf zien te compenseren.

Ook de initiatieven voor de aanschaf, tot uitdrukking komend in investeringsplannen voor

nieuwe en te vernieuwen trailers, komen nu, in tegenstelling tot voor de MBO, veelal uit de branches. De divisie manager heeft een investeringslimiet en geeft richting aan deze investeringsplannen van de branches. Hij is er verantwoordelijk voor dat de *flexibiliteit* in de dienstverlening naar de klant toe behouden blijft. Dat houdt in dat hij een compromis tussen standaardisatie en uitwisselbaarheid aan de ene kant en diversiteit aan de andere kant dient te zoeken. Vervolgens legt hij het investeringsplan voor aan de *CEO*. Als deze accoord gaat, komt het investeringsplan in de directie bestaande uit de *CEO*, de *Chairman* en de financieel en administratief directeur. Amsterdam (zie figuur 13) zorgt daarna voor de financiering. Al met al wordt er directer op de ontwikkelingen in de markt ingesprongen dan voor de MBO.



Figuur 13: Organisationschema Financieel en Administratief Service Centrum te Amsterdam

Nadat we de topstructuur van de onderneming, de organisatie van de verkoop en operaties en de daarbij horende divisiestructuur aan een nader onderzoek hebben onderworpen, besteden we in het hiernavolgende aandacht aan het Financieel-Administratief Service Centrum van TIP.

Hoewel de financiële functie in het organisatieschema van figuur 10 in de lijn is getekend, moet deze toch als een staffunctie worden beschouwd. Onder de financieel directeur is een compleet management-niveau tussengeschied, te weten de *controller en de treasurer/company secretary* (zie in figuur 10 de grijs gemaakte vakken). Dit wijst op een verschuiving in prioriteiten in de functie van de financieel directeur van TIP na de MBO. Meer dan voorheen zal hij zich bezig moeten houden met de financieringsstrategie van de geplande groei. Ook bij de CEO namen wij een dergelijke verschuiving waar. De verzelfstandiging gevolgd door de emissie heeft dus na een zekere aanloop meer consequenties voor de opbouw van de organisatie en de taakuitvoering door het management dan op het eerste gezicht wordt vermoed. De vraag waar het namelijk om gaat is of er voldoende managementpotentieel onder de directe toplaag in het bedrijf aanwezig is, om de snelle spronggewijze stap naar zelfstandigheid op te vangen.

5.3 De beloning

Al voor de MBO kende de directie en het middle management naast een vast salaris een bonusplan. Op het salaris werd afhankelijk van de omzet aan het eind van het jaar een bonus uitgekeerd. Nu hebben deze managers aandelen en na de emissie ook opties op aandelen. Voor de directie gold, zoals we reeds in paragraaf 2 over uitkoop zagen, dat indien zij het managementplan zou halen het extra aandelen kon verwerven. Het verkooppersoneel werkt op commissie plus bonus. Daarnaast heeft het bedrijf voor het personeel een aandelen optieplan dat de inschrijver het recht geeft om tussen 3 tot 7 jaar na de emissie een aandeel TIP te kopen tegen de emissiekoers van £1,25. Het succes van een aandelen optieplan afgemeten aan de motiverende werking op de korte termijn prestaties van het individu dat opties koopt, is onder het Nederlandse belastingstelsel waarschijnlijk gering vanwege de belastingheffing bij de ontvangst van de opties. Bij ontvangst van de opties moet namelijk 7,5% van de uitoefenprijs bij het inkomen geteld worden, terwijl de optie pas over drie tot zeven jaar kan worden verzilverd. In Engeland wordt geen belasting over de aandelenopties geheven indien de houder de opties tenminste 5 jaar vasthoudt. Zo'n plan beïnvloedt de binding tussen personeel en bedrijf in gunstige zin.

6. Conclusie

Uit de toetsing van het verband tussen flexibiliteit en economische prestaties in deze case-studie leiden we af, om in termen van Rappaport (1988, p.87) te spreken, dat als gevolg van de MBO bij TIP Europe de principiële samenhang tussen ondernemingsdoel, exploitatie-, investerings- en financieringsbeslissingen duidelijk herkenbaar is voor alle interne en externe participanten. De case-studie beschrijft beslissingen betreffende de exploitatie en investeringen die aanpassing in de organisatiestructuur van het bedrijf

vergen. Voorbeelden hiervan zijn de beslissingen over verkoopbevordering, service en prijsstelling in de branches en de investeringen in nieuwe trailers op basis van klantenspecificaties uit de divisies en de uitbreiding van de winstcapaciteit en marktaandeel door overnames. Het operationeel management in de divisies en de branches krijgt de verantwoordelijkheid voor de marketing en de winst. Het doorvoeren van de online management informatiesysteem tussen hoofdkantoor en divisies om ter ondersteuning van de bedrijfsvoering actuele operationele informatie over onder meer bezetting en kredietwaardigheid te verstrekken, schept hiervoor in de organisatie de noodzakelijke voorwaarde. De stap naar ondernemerschap brengt voor de financieel directeur een verschuiving in zijn taken mee. Hij dient actief de relaties met financiers te onderhouden. Na de MBO delegeert hij de treasury- en controllerstaken aan het middelmanagement. Deze beslissingen waren niet genomen zonder de MBO.

De gevolgen van de bij de MBO genomen financieringsbeslissing komen door de substantiële bijdrage in het eigen vermogen van het bedrijf tevens voor rekening en risico van het management inclusief 20 functionarissen uit het middelmanagement. Door de MBO is bij TIP iedereen ervan doordrongen dat de hogere omzet tegen een concurrerend kostenpeil voorlopig met een gelijkblijvende personele bezetting dient te worden gehaald. Dit door de MBO op gang gebrachte bewustwordingsproces dat men zelfstandig moet leren 'overleven' schept de nodige prikkels om ook op kostenniveau concurrerend te blijven. Dit komt onder meer tot uiting in een flexibele opstelling jegens de bedrijfsvoering en het ondernemingsbeleid. Typerend zijn een sterke toename van delegatie van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden naar het middenkader met directe terugkoppeling van informatie over de prestaties tussen het topmanagement en de sleutelfunctionarissen verantwoordelijk voor de marketing en de operationele bedrijfsvoering en een daarop toegespitste beloning (omzetbonus en winstdeling).

De toetsing van het verband tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties vindt uiteraard niet plaats in het luchtledige. Het door deze case-studie bevestigde positieve verband is geen panacee tegen de kwalen van een plotseling inzakkende conjunctuur en een oplopende rentestand. Deze verschijnselen veroorzaken voor ieder bedrijf problemen, ook voor MBO's. Het management van TIP Europe en de financiers trekken echter direct na de eerste signalen hieruit de consequenties en nemen maatregelen om een aan de situatie aangepaste financiering te realiseren voor de perspectieven van de onderneming in Groot-Brittannië respectievelijk in Europa, met name Oost-Europa. Zo worden de vaste kosten omlaag gebracht door onder andere de verliesgevende activiteiten in Groot-Brittannië af te stoten, het tweede hoofdkantoor te verkopen en het leidinggevende niveau tussen CEO en de divisies weg te snijden. Op die manier tracht het nieuwe management, dat eveneens als het vorige deelneemt in het eigen vermogen van TIP Europe, direct van de eerste opleving van de conjunctuur in Groot-Brittannië te kunnen profiteren en haakt men tevens in op de kansen voor de verhuur van trailers in Oost-Europa, alsmede op de ontwikkeling van modulaire transportsystemen in geheel Europa.

II. De Management Buy-Out van mengvoederbedrijf UT-Delfia b.v.

1. Inleiding

In deze case-studie beschrijven wij de MBO van UT-Delfia b.v., kortweg aangeduid in deze case-studie met UTD. Wij onderzoeken de aanleiding en de omstandigheden waaronder het mengvoederbedrijf verzelfstandigde en of het UTD economisch gezien na verzelfstandiging beter gaat dan er voor? Voor een vergelijking van de economische prestaties voor en na de MBO verzamelen we de gegevens uit het ondernemingsplan, de respectieve balansen en resultatenrekeningen. Als maatstaven om de economische prestaties te meten, gebruiken wij gegevens over de omzet, de winst voor belasting, de brutomarge, de cash flows en investeringen.

De vraag of de resultaten al direct zichtbaar worden of dat eerst het fundament moet worden aangebracht, trachten wij hieronder als volgt te beantwoorden. Na de beeldvorming over de economische prestaties en een beknopte vergelijking van UTD met de concurrentie, betrekken wij in onze beschouwingen de veranderingen in de bedrijfsstrategie en de bedrijfsorganisatie als gevolg van de MBO. Door het van het moederbedrijf Unilever afgesplitste bedrijf te onderzoeken op de met die veranderingen gepaard gaande maatregelen ten behoeve van de operationele, structurele en strategische flexibiliteit en van de beloning, toetsen wij de door ons gevonden significante associatie tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties. Dit doen wij aan de hand van interviews met de algemeen directeur, de financieel directeur, de algemeen bedrijfsleider die tijdens de MBO de functie van OR-voorzitter vervulde en de bij de MBO betrokken financier. Bij hen gaan wij na welke maatregelen zij belangrijk achten in de verklaring voor de verbeterde economische prestaties.

2. De historie

UT-Delfia b.v. is in 1963 ontstaan uit een fusie tussen twee mengvoederfabrieken, te weten de Oliefabrieken Calvé-Delft (opgericht in 1884) met vestigingen in Delft en Hoogkerk en Ulbe Twijnstra's Oliefabrieken (opgericht 1887) met vestigingen in Akkrum en Maarssen. Het mengvoederbedrijf UTD verwerkte de bijproducten (koeken en schroot) die vrijkomen bij de winning van lijnolie, één van de grondstoffen voor de margarine-bedrijven van Unilever gedurende de jaren vijftig. Daarna werd lijnolie snel vervangen door olie uit sojabonen en zonnebloemen. In de zeventiger jaren zijn deze methoden van oliewinning ten behoeve van de levensmiddelenindustrie, mede door het gevoerde ontwikkelingslandenbeleid van de overheid, met succes geëxporteerd naar de grondstofleverende landen zelf. Sinds die tijd importeert UTD circa 90 % van de

grondstoffen met name uit Noord- en Zuid Amerika en Azië en bestaat er al geruime tijd geen toeleveranciersrelatie meer tussen Unilever en het landelijk opererende UTD. Het bedrijf dat op 1-1-1986 verzelfstandigde uit Unilever bezit thans productie-vestigingen in Meppel, Akkrum, Helmond en Maarssen. Vanuit het hoofdkantoor te Maarssen vindt centraal de inkoop en marketing plaats. Verkoop en administratie gebeuren regionaal, maar worden door het hoofdkantoor gecoördineerd.

Het veevoederonderzoek van UTD vindt plaats op haar proefbedrijf te Vreeland(U). Hierbij wordt nauw samengewerkt met het Research Laboratorium van Unilever in Colworth House in Engeland.

Evenals alle andere ondernemingen ontkwam Unilever in de jaren zeventig niet aan de algemene neergaande conjuncturele tendens veroorzaakt door hoge inflatie, stijgende rentestanden en stagnerende wereldhandel. Hierdoor liepen de financieringskosten voor haar ondernemingen hoog op en wegens de stagnatie van de wereldhandel konden de kosten niet in de verkoopprijzen worden doorberekend. Toen voor Unilever duidelijk werd dat haar bedrijfswinst als percentage van de verkopen (5%) in vergelijking met concurrenten als Proctor & Gamble (10%), Nestlé (9%) en Colgate (8%) sterk verslechterde en bovendien zowel de volumegroei als het rendement op het geïnvesteerde kapitaal onder de maat bleven (De Jong 1989, pp. 123-126), bracht zij intern studies op gang om haar strategie te heroverwegen. Dit resulteerde in keuzen voor productie- en verkoopactiviteiten die goede winsten genereerden en waarvan vaststond dat Unilever in de toekomst zowel de kwaliteit van de producten en diensten als de winst kon verbeteren. Unilever rekent zich in deze activiteitengebieden qua kennis over management, productie, marketing en research tot de marktleiders. Tot deze kernactiviteiten behoren volgens het jaarverslag: *margarine, oliën en vetten, diepvriesproducten, andere levensmiddelen en dranken, wasmiddelen, toiletartikelen en chemische producten.*

Zoals reeds is gesteld is veevoeder in wezen een bijproduct dat als gevolg van de winning van plantaardige oliën voor de margarine-industrie ontstond. Weliswaar werd door UTD tijdens de Unilever-periode de basisgrondstof voor de veevoederindustrie uitgebouwd tot een volwaardig product in de veevoedermarkt, maar de kennis op de hierboven genoemde gebieden met betrekking tot veevoeder was volgens de Raad van Bestuur van Unilever niet beter dan die van andere marktpartijen. Hoewel alle bedrijven (dus ook de bedrijven met de kernactiviteiten) eind 70-er jaren tegenvallende omzetten en winsten vertoonden, werd de cash-flow van Unilever toch in eerste instantie gebruikt voor de kernactiviteiten en niet voor bedrijven die tot de niet-kernactiviteiten behoorden zoals veevoederbedrijf UTD en de binnen Unilever ressorterende toeleveringsbedrijven papier, kunststoffen, verzekeringen, marktonderzoek en transport. Kennelijk niet direct maar pas in 1984 kreeg de directie van UTD expliciet te horen dat veevoeder niet tot de kernactiviteiten van Unilever behoorde. De moeder toonde echter al enkele jaren weinig interesse voor de dochter. Ze wilde geen diepte-investeringen meer plegen. De dochter kon al jaren achtereen niet aan de 9% rendementsnorm voldoen die het concern als eis stelde aan haar

werkmaatschappijen. Zo kwam de MBO in beeld, hoewel daaraan voorafgaand in de jaren tachtig zowel door Unilever als door de directie van UTD gezocht is naar respectievelijke fusie-, overname- en joint venture-partner(s). Echter zonder succes. Geen bedrijf met veevoeder als kernactiviteit had wezenlijke interesse voor UTD.

3. De uitkoop prijs en uitgangspunten van de MBO

In de periode van 1980-1985 werd er door UTD substantieel verlies geleden die Unilever op voor concerns gebruikelijke wijze met behulp van reserveringen verwerkte. Unilever wilde van haar verliesgevende, niet tot de kernactiviteit behorende dochter af. Bovendien werd zij geconfronteerd met een investeringsaanvraag van f 20 mln van de dochter UTD waarmee Unilever grote moeite had. Immers UTD had een structureel te laag rendement op het geïnvesteerde vermogen. In een dergelijke situatie neemt de moeder gemakkelijker afscheid dan de dochter! In drie tot vier gesprekken kwamen de directies van Unilever en UTD overeen hoe de MBO tot stand moest worden gebracht. Vanaf het begin werd door Unilever gesteld dat een MBO voor Unilever betekende dat UTD van meet af aan geheel zelfstandig zou moeten functioneren. Er was geen sprake van een geleidelijke loskoppeling tussen moeder en dochter. Het UTD-management nam privé uit vrije beweging deel in het eigen vermogen van het bedrijf. Het kreeg geen gelegenheid, in tegenstelling tot bijvoorbeeld management buy-outs uit het SHV-concern, haar aandeel in het eigen vermogen geleidelijk op te voeren.

Op 1-1-1986 werden alle aandelen door Unilever overgedragen aan de UTD-directie. De directie droeg 30% over aan het personeel.

Motieven bepalen de uitkoop prijs. Zo luidde een vuistregel die op het congres van de economische faculteit van de Erasmus Universiteit ter gelegenheid van het 75-jarig bestaan met succes voor een forum in oktober 1988 werd verdedigd. Zo ook in dit geval. Unilever was van mening dat het UTD goede vooruitzichten moest meegeven en dat het ervan verzekerd moest zijn dat het dochtermanagement het bedrijf zou kunnen leiden. Indien, zoals in dit geval, de vooruitzichten voor de dochter centraal staan in de optiek van de moeder, wordt daarmee de waardering en prijsbepaling gedomineerd door een investeringsbenadering van het toekomstig UTD als zelfstandig bedrijf. En zo'n optiek had Unilever in geen jaren meer voor het mengvoederbedrijf gehanteerd. Gezien de in het verleden geleden verliezen was het duidelijk dat Unilever een verlies op de boekwaarde van dit bedrijf niet kon voorkomen als UTD beneden de intrinsieke of de rentabiliteitswaarde aan de huidige directie en het personeel zou worden verkocht. Het bedrijf stond er niet florissant voor en alle pogingen om het te verkopen of te laten samenwerken met andere bedrijven leverden om de hiervoor genoemde redenen niets op. De drang van de moeder om van haar dochter afscheid te nemen was zeer groot, immers de verliezen stapelden zich op. Het dochtermanagement stond alleen daarom al sterk in de onderhandelingen over de prijs. Deze positie werd nog eens aanmerkelijk verbeterd omdat

zij in de visie van de moeder het enige management was dat UTD zelfstandig zou kunnen leiden.

De vier directieleden hebben elk als privé persoon een onbekend doch substantieel bedrag betaald voor de deelname in het eigen vermogen van het veevoederbedrijf. Zij hebben de aandelen van Unilever gekocht en in twee stichtingen/administratiekantoren ondergebracht. De ene stichting droeg 30% van de aandelen UTD in de vorm van niet royeerbare certificaten met een nominale waarde van f 100,- over aan het personeel voor het symbolische bedrag van f 1,-. De andere stichting/administratiekantoor droeg de overige 70% in de vorm van niet royeerbare certificaten van aandelen met een nominale waarde van f 100,- over aan de directie. Elk van de directeuren kreeg 17,5%. De directieleden kunnen de aandelen voor een periode van 3 jaar niet verhandelen zonder toestemming van Unilever, die hiermee uiting geeft van haar zorg voor de continuïteit van het bedrijf. Tussen de directieleden bestaat de onderlinge afspraak dat in geval van verkoop van de aandelen men eerst de collega-directeuren een aanbieding zal doen.

De vier directieleden bezitten 105.000 B-certificaten à f 100,- nominaal, het personeel is eigenaar van 45.000 A-certificaten à f 100,- nominaal. Gezamenlijk bezitten zij f 25 mln van het eigen vermogen, waarvan f 15 mln nominaal kapitaal is en de rest bestaat uit betaalde agioreserve. De B-aandelen geven (de directie) het recht tot benoeming van ondernemingsbestuurders, de A-aandelen niet.

In deze MBO heeft de directie op grond van haar belang in het aandelenkapitaal *voting control* en op grond haar affiniteit met de branche en het bedrijf tevens *management control*. Bij veel management buy-outs die met relatief veel vreemd vermogen zijn gefinancierd (de leveraged buy-outs) heeft het management dikwijls alleen *management control*, zij komt dan met de beleggers overeen dat die niet op de stoel van het management zullen gaan zitten, ook al hebben de beleggers *voting control*. Wij zouden daarom kunnen stellen dat UTD een typisch voorbeeld is van een 'pure' MBO waarin het topmanagement de meerderheidsaandeelhouder is.

Op papier werd elk directielid op overtuigende wijze miljonair: $25\% \times 70\% \times f 25\text{mln} = f 4.375.000,-$ (zie de openingsbalans van figuur 1 waarop deze waardeberekening is gebaseerd). De koopprijs is echter nooit bekend gemaakt. Op de achtergrond speelde deze in de verkoopalternatieven die in opdracht van de OR door adviseurs zijn ontwikkeld wel een rol. Indien de koopprijs namelijk relatief laag zou zijn, wilde het personeel voor minstens 50% participeren. In hun beleving was er sprake van een "more claim" op vermogensparticipatie in de nieuwe onderneming. Veel Unilever-medewerkers hadden 10 of meer dienstjaren. In het advies³⁶ aan de OR werd voor de directie en het personeel deze alternatieve "fifty-fifty" participatie voorgesteld. Het management wees dit voorbaat af. Door de onbekende koopsom bleef het voor de werknemers gissen naar de haalbaarheid van een management-employee buy-out waarin de aandelen gelijkelijk over

³⁶ Advies aan de OR van Mengvoeder UT-Delfia b.v. te Maarssen door Andersson-Eiffers-Felix, p. 43-47, dd 23-12-'85.

het management en het personeel zouden zijn verdeeld. Immers de deelname hangt af van de bereidheid bij het personeel geld te investeren en risico te lopen. Zeker is dat de motivatie van het management er bij deze constructie niet groter op zou worden. Het alternatief van de verkoop van aandelen aan derden (Unilever en beleggers) en/of werknemers zonder stichtingsconstructie, maar met een aandeelhoudersvergadering en Raad van Commissarissen, ketste af bij Unilever. Daarom stelde het UTD management voor om in verband met de continuïteit 100% van de aandelen in een stichting onder te brengen. Het was duidelijk dat het dochtermanagement voor de gekozen vorm van verzelfstandiging het meest geporteerd was en dat Unilever en de bank hiermee accoord gingen. Unilever stelde zelfs het doorgaan van de buy-out afhankelijk van de voorwaarde dat het management voor het zelfstandige UTD de verantwoordelijkheid moest hebben.

ACTIVA		(in f1000,=)	PASSIVA	
Materiële vaste activa	f 13.342		Geplaatst aandelenkapitaal	f 15.000
Vorderingen	29.615		Agio reserve	10.071
Voorraden	41.130		Voorzieningen	26.197
Kas/Bank	1.835		Langlopende schuld	15.000
			Kort lopende schuld	19.654
	<u>f 85.922</u>			<u>f 85.922</u>

Figuur 1: De openingsbalans van UTD b.v. op 1-1-86³⁷

Van de in de openingsbalans begrepen activa kan gesteld worden dat er sprake is van een conservatieve waardering. Voor de waardering van de produktievestigingen zijn conservatieve schattingen gemaakt. Voor debiteuren en voorraden zijn voorzichtigheidshalve correcties in de vorm van voorzieningen uitgevoerd.

Het minimaal noodzakelijke eigen vermogen werd bepaald op minimaal 30% van het totale vermogen. Men streeft ernaar de financiering van de activa op termijn op 50% lang vreemd en eigen vermogen en 50% kort vreemd vermogen te brengen. Met de bank is een kredietovereenkomst afgesloten. Hieruit worden de operationele activiteiten en de uitbreiding in het oosten van het land gefinancierd. Zowel moeder als dochter stonden erop dat het zelfstandige UTD met een schone lei (lees: gezonde balans) kon beginnen. De prijs die het management hiervoor moest betalen is, zo kwam uit de interviews naar voren, lang niet zo hoog geweest als de omvang van het eigen vermogen (ad f 25 mln) doet vermoeden. Met andere woorden wij zouden kunnen stellen dat Unilever voor het

³⁷ Jaarrapport 1986 UT-Delfia bv, p. 10.

laatst in UTD investeerde door niet alleen de gecumuleerde verliezen voor haar rekening te nemen, maar ook door een groot gedeelte van het eigen vermogen tegen een lage prijs ter beschikking te stellen. Het UTD management en personeel moest in 1986 hiertegenover een reeds op papier geplande en goedgekeurde diepingrijpende reorganisatie uitvoeren, nadat al in de periode ervoor diverse reorganisaties hadden plaatsgevonden. Op deze reorganisaties gaan wij in de paragraaf 5.2 nader in. Eerst zetten wij nog de uitgangspunten op een rij, op grond waarvan moeder en dochter elkaar vonden.

Uitgangspunten MBO

Een MBO bleek, na de vergeefse inspanningen voor een fusie of overname, een haalbare oplossing. Zowel Unilever als UTD formuleerden uitgangspunten voor verzelfstandiging van UTD. Samengevat benadrukte Unilever in haar uitgangspunten dat:

1. de financiële positie van UTD absoluut gezond moest zijn;
2. de verantwoordelijkheid voor de zelfstandige eenheid bij het management moest liggen;
3. zij overtuigd moest zijn van het professionalisme van het UTD-management;
4. er een personeelsbeleid in lijn met de Unilever-aanpak gevoerd moest worden.

UTD legde bij het formuleren van de uitgangspunten ook de nadruk op een gezonde financiële positie, met name een sterke eigen vermogenspositie in verband met de bedrijfsrisico's. Dat hield in dat de 30% eigen vermogen gaandeweg moest worden vergroot. Eventuele tegenslagen in het resultaat moeten kunnen worden opgevangen. In deze bedrijfstak is nu eenmaal sprake van sterk schommelende inkooprijzen, een toenemende druk op de marges en fluctuerende opbrengstrijzen voor de boer die een negatieve invloed kunnen hebben op opbrengsten van de zogenaamde garantiecontracten voor UTD. Daarnaast wil het management investeringen kunnen financieren.

Ten aanzien van het rendement stelde het uitkoppend management als doel dat deze tenminste na het eerste jaar 10% van het werkzaam vermogen (activa minus crediteuren minus voorzieningen en W.I.R-premie) moest bedragen en na twee jaar minstens 15%. Zodoende creëert de directie een buffer en een mogelijkheid om in een later stadium toegang tot de kapitaalmarkt te verkrijgen. Een andere overweging om de rendementen van het bedrijf flink te laten groeien vormt de 'exitroute' voor de in het eigen vermogen deelnemende managers. Een bedrijf met een redelijk rendement is aantrekkelijk voor eventuele kopers.

Verder moest er gereorganiseerd worden met als doel de positie van het bedrijf absoluut gezond te maken door:

1. de centrale en regionale kosten verder terug te brengen onder handhaving / verbetering van de kwaliteit;
2. de produktiekosten op een concurrerend niveau te brengen door efficiëntie-

- verbeteringen en het afstoten van blijvende verliesgevende activiteiten;
3. de productiecapaciteit te reduceren tot 650.000 ton zodat de bezetting van de fabrieken geoptimaliseerd wordt.

Andere doelstellingen waarop het uitkopend management mikten zijn een slanke, flexibele organisatie en hogere bruto marges dan voor de verzelfstandiging.

De MBO vloeit niet rechtstreeks voort uit de reorganisatie. Er is volgens de directie van UTD b.v. geen causaal verband tussen die twee. Echter, de MBO was niet doorgegaan zonder de reorganisatie. Het vormde voor het management één van de voorwaarden voor de MBO.

Ook de ondernemingsraad van UTD stelde een aantal voorwaarden aan de verzelfstandiging³⁸. Deze voorwaarden betroffen het ondernemingsbeleid en het sociaal beleid. Voor wat betreft het ondernemingsbeleid lagen deze in de lijn van de directie, namelijk het verbeteren en vernieuwen van het (wederverkopers-) verkoopapparaat; het verbeteren van de nutritionele kwaliteit van de mengvoeders; een reorganisatie van de centrale diensten; het bespreken van de koers op middellange termijn aangaande de topstructuur en een aparte studie voor de nieuwe vestiging in het oosten van het land. Voor wat betreft de sociale aspecten stelde de ondernemingsraad voorop dat eventuele gedwongen ontslagen in de komende 5 jaar na de MBO gelijkwaardig geregeld moest worden aan de regeling uit 1985 die destijds met Unilever overeen was gekomen. Daartoe stelde zij een verhoging van de reorganisatiereserve voor met f 2 mln en bepleitte zij de oprichting van een sociaal fonds. Verder diende de directie zich in te spannen voor de overheveling van de door UTD-medewerkers opgebouwde algemene reserve uit het pensioenfonds Progress van Unilever naar het UTD-pensioenfonds en voor een constructief overleg met de vakbonden over de nieuwe c.a.o. Tenslotte wilde de ondernemingsraad een grotere participatie door het personeel in het ondernemingsvermogen bespreekbaar maken.

Alvorens nader in te gaan op de twee belangrijkste reorganisaties die de periode voorafgaand aan de MBO van dit bedrijf kenmerkten, zoeken we eerst uit of de economische prestaties na de MBO verbeteren. Daarna verdiepen wij ons in de mengvoederbranche, zodat de eventuele aanpassingen in het beleid en in de bedrijfsorganisatie van UTD beter begrepen kunnen worden.

4. Economische prestaties voor en na de MBO

De doelstelling waarop de vier uitkopende directieleden mikken, zijn een sterke eigen vermogenspositie, mogelijkheden voor investeringen, een rendement na 1jaar van 10% en na twee jaar van 15 % van het werkzaam vermogen³⁹, een slanke, flexibele organisatie

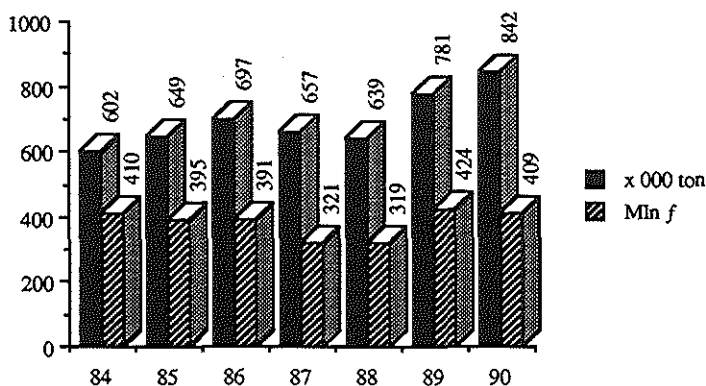
³⁸ Advies aan de OR van Mengvoeder UT-Delfia B.V. te Maarssen door Andersson-Elffers-Felix, Adviseurs voor het Bedrijfsleven en Overheid, p. 48 e.v. dd 23-12-'85.

en hogere bruto marges dan voor de verzelfstandiging. Hieronder gaan wij na of de financiële doelstellingen worden gehaald.

Als prestatie maatstaven voor de economische gezondheid hanteren wij omzet, winst voor belasting, bruto marge, cash flow en investeringen en rendement op het totale werkzame vermogen respectievelijk het rendement op het eigen vermogen. Op basis van jaarverslaggegevens van concurrenten, hebben wij een beknopte vergelijking met 'de branche' gemaakt. Wij beperken ons daarbij tot de winstbijdrage en toegevoegde waarde per werknemer.

Omzet

Indien wij de omzetcijfers *voor* de MBO met de omzetcijfers *na* de MBO in figuur 2 vergelijken, moeten we de volgende kanttekening maken. Het is namelijk heel goed denkbaar dat een hogere afzet in tonnen veevoeder niet resulteert in hogere omzetten gemeten in geld.



Figuur 2: Omzet in tonnen en geld

Figuur 2 toont de omzetontwikkeling in tonnen (afzet) en in geld en signaleert dit verschijnsel dat onder meer veroorzaakt wordt door dalende veevoederprijzen, stijgende grondstofprijzen, sanering van slechte omzetcontracten met afnemers, etc. De eerste twee jaar na de MBO werden de prognoses m.b.t. de produktie van tonnen veevoeder redelijk gehaald. (697 x 1000 ton werkelijk tegen een prognose van 650 x 1000 ton en in 1987 657 x 1000 ton werkelijk tegen een prognose van 665 x 1000 ton). In 1988 blijft UTD meer achter op de prognoses⁴⁰ (639 x 1000 ton werkelijk tegen een prognose van 680 x 1000 ton). De invloed van het weer over een langere periode op de resultaten valt niet te verwaarlozen. Zachte winters zijn slecht voor UTD, omdat het rundvee eerder naar buiten

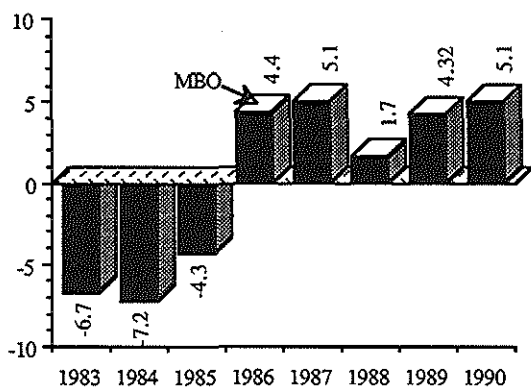
³⁹ Gedefinieerd als activa minus crediteuren minus voorzieningen en minus W.I.R.-premie.

⁴⁰ Ibid 11.

gaat en daardoor minder mengvoer nodig heeft. Dit was in 1988 in feite het geval.

Winst voor belasting

Opvallend is de sprong van een structurele verliessituatie naar een situatie van winstgevendheid die zich deels laat verklaren door de effecten van de reorganisatie. Om van de bruto-marges winst over te houden moet men eerst een aantal kosten aftrekken. De totale kosten zijn in 1986 als gevolg van de reorganisaties in 1980-1984 ten opzichte van 1983 (circa f 60 mln) met 15% gedaald (1986: circa f 50,8 mln) en gaan als gevolg van de laatste reorganisatie voor de MBO nog eens fors omlaag. Door aanzienlijke besparingen op de produktiekosten (f 1,2 mln), de regionale kosten (administratie en verkoop, circa f 1 mln), de centrale kosten (hoofdkantoor circa f 1 mln) en op de overheadkosten, daalden de totale bedrijfskosten in 1986 met 25% vergeleken bij die van 1983! Van deze kostenvermindering neemt de daling van de Unilever-overhead zo'n f 1,4 mln⁴¹ voor zijn rekening. Deze kostenvermindering kan als een direct gevolg van de verzelfstandiging aangemerkt worden! Indien de MBO niet door zou zijn gegaan wanneer diepingrijpende reorganisaties achterwege waren gebleven, kan de gehele kostenvermindering op rekening van de MBO worden geschreven.



Figuur 3: De ontwikkeling van de winst voor belasting (in f mln)

De invloed van de kostenreductie op de winst zien wij duidelijk gedemonstreerd in figuur 3. Hierin zijn de winstcijfers (vóór belasting) drie jaar voor en vijf jaar na de MBO weergegeven. In de cijfers na 1985 zijn de resultaten verwerkt van het overgenomen mengvoederbedrijf Steenberg/Van Brink. In het voorjaar van 1986 nam UTD dit bedrijf over en het kocht eind 1987 Stimulan b.v., marktleider op het gebied van de productie van paardenvoeders. Van deze laatste overname zijn de cijfers in de jaarrapportage vanaf

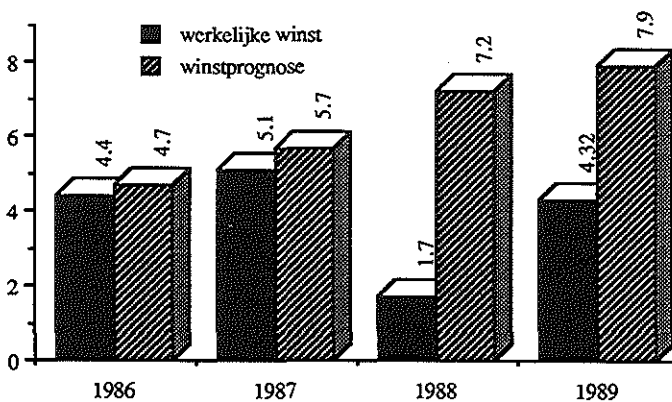
⁴¹ Ibid 6.

1989 verwerkt. Gesteld kan worden dat dergelijke aankopen juist gedaan worden om de bruto marge (toegevoegde waarde) en de bijdrage aan de winst te verhogen.

Ondanks de lagere omzet in 1987 t.o.v.1986 is de winst voor belasting ruim een half miljoen gulden hoger. Dit dankt UTD vooral aan twee factoren. Ten eerste saneerde het de klanten die UTD niet wil, de zogeheten "prijskopers". Een aanzienlijk deel van het klantenbestand van de nieuwe dochter Steenberg/Van Brink is op die manier opgeschoond. Ten tweede heeft UTD in de contracten met de boeren het marktrisico beter verdeeld tussen afnemer en leverancier van mengvoeder (vooral bij de mestvarkens). Hierdoor is de omzet eveneens gezonder gemaakt. Ten derde is de winst niet gedaald door de daling van de grondstoffprijzen.

Uit figuur 2 blijkt dat in 1988 de omzetten in geld vrijwel gelijk zijn aan die van 1987 doch de winst daalde om een aantal redenen (zie figuur 3). In de eerste plaats vanwege het opschonen van vooral varkensmestcontracten. Hieronder valt het reviseren van contracten met de afnemers vanwege de eenzijdige marktrisico's voor UTD. In de praktijk bleken de contracten als een soort inkomensgarantie te werken voor de klanten van UTD. Per gemest varken werd een vast bedrag door UTD aan de boer uitgekeerd, hetgeen bij stijgende grondstofprijzen en dalende vleesprijzen nadelig voor UTD was.

In de tweede plaats daalde de winst door de gestegen grondstofprijzen die door de droogte in de V.S. veroorzaakt is. De felle concurrentie vormt de derde reden waarom de winst in 1988 daalde ten opzichte van 1987. Als namelijk de grondstofprijzen stijgen en de opbrengstprijzen voor de boer dalen, ziet hij zijn inkomen in gevaar komen. Vandaar dat velen goedkoper gaan kopen, waardoor de verkoopmarges voor UTD onder druk komen te staan. Inschatting en voorspelling van de omvang van dit fenomeen dat bovendien door moeilijk voorspelbare exogene factoren als weersgesteldheid en handel en wandel van politici bepaald wordt, is moeilijk.



Figuur 4: Werkelijke versus geprognostiseerde bedrijfsresultaat⁴²

Maken we na de MBO in figuur 4 een vergelijking tussen de werkelijke en de geprognoseerde winst voor belasting dan valt op dat in de eerste twee jaren van de MBO de winsten vergeleken met de prognoses redelijk gehaald worden en de twee daarop volgende jaren niet. Zoals hiervoor is vastgesteld blijft UTD eveneens voor het eerst na de MBO in 1988 achter op de omzetprognose. Kennelijk is het bedrijf niet in staat de stagnatie in de afzet voor mengvoeder door de MBO voor goed van zich af te schudden. Kijken we naar de herkomst van de winst in 1988 dan kunnen we stellen dat de overname van Steenberg/Van Brink UTD financieel heeft versterkt (winstbijdrage f 600.000,-). Het tegenvallende jaar 1988 kon mede hierdoor goed worden opgevangen.

Bruto marge

De bruto marge is een maatstaf die berekend wordt uit het verschil tussen netto omzet en de kosten van grond- en hulpstoffen, distributie-, aanvoer- en variabele produktiekosten. Het geeft inzicht in de marge die resteert voor de aftrek van alle andere bedrijfskosten, zoals produktiekosten, regionale kosten, contractkosten, centrale- en overheadkosten.

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
toegevoegde waarde	66,2	66,8	66,3	66,1	60,8	62,1	88,2
distributiekosten	12,4	13,1	12,5	11,8	11,4	10,8	14,7
var.prod.kosten	5,6	6,1	5,9	6,0	5,7	5,3	7,6
bruto marge	48,2	47,6	47,9	48,3	43,7	46,0	65,9
prod.kosten	21,9	16,3	13,6	13,3	12,6	13,6	19,4
reg.kosten	12,4	14,0	8,9	10,3	10,3	10,5	16,8
contract kosten	2,7	3,7	4,4	3,8	4,4	3,5	7,1
centrale overhead	15,1	15,4	12,9	14,9	13,9	15,2	17,8
resultaat 'dochters'	0,5	0,8	2,4	0,1	0,2	0,9	1,0
deelnemingen	nvt	nvt	0,6	nvt	0,6	2,1	nvt
winst/verlies vóór							
rente en belasting	(3,4)	(1)	6,3	6,1	3,3	6,2	5,6
winst voor belasting			4,4	5,1	1,7	4,3	5,0

Tabel 1: Resultatenrekeningen 1984-1990 (in f mln)

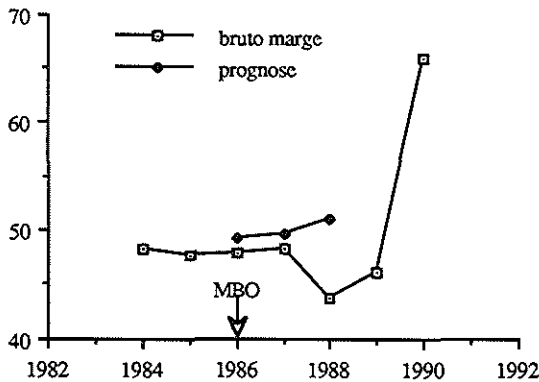
Uit tabel 1 valt op dat direct na de MBO en dus direct na de ingrijpende reorganisatie vooraansnog geen blijvend hogere bruto-marge ontstaat. Wel vindt verlaging plaats van de

⁴² Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening voor belastingen (dus exclusief rentelasten en soortgelijke kosten).

distributiekosten en de variabele produktiekosten waardoor de eerste twee jaar na de MBO deze bruto marge licht verbetert. Het streven van het UTD management is er op gericht de bruto marge als totaal bedrag duurzaam te laten groeien door ondermeer gerichte overnames. Dat zij in deze opzet niet onmiddellijk slaagt, laat figuur 5 zien. Na een periode van winstinhouding na de MBO is het management in staat de voor dit doel geschikte overnames te realiseren.

Een andere conclusie die op basis van de gegevens uit tabel 1 getrokken kan worden, is dat het produktiekostenniveau, het regionaal kostenniveau en de centrale kosten/overheadniveau sterk is teruggebracht. In 1989 wordt vergeleken met voor de MBO, circa f 10 mln minder aan overhead kosten en produktiekosten betaald.

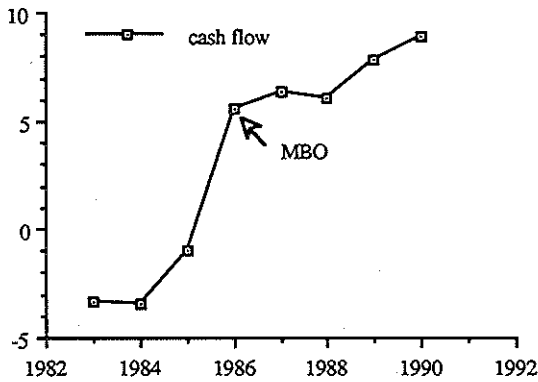
Vergeleken met de prognoses van het management uit het ondernemingsplan blijft de bruto marge in 1988 achter. Dit kan wijzen op minder verkopen zoals we al zagen of op minder marge of op hogere inkooprijzen van de grond- en hulpstoffen. Echter in 1987 (Bron: Produktschap voor veevoeder 25-5-'88) daalden de gemiddelde groothandelsrijzen van veevoedergrondstoffen. Het ligt dus voor de hand als oorzaak nummer één voor de stagnatie van de bruto marge de omzetzaling aan te wijzen. Bezien wij de omzetcijfers uit figuur 2 dan wordt deze mening bevestigd. Zie figuur 5.



Figuur 5: De ontwikkeling van de bruto marge tussen 1984 en 1990 (in f mln)

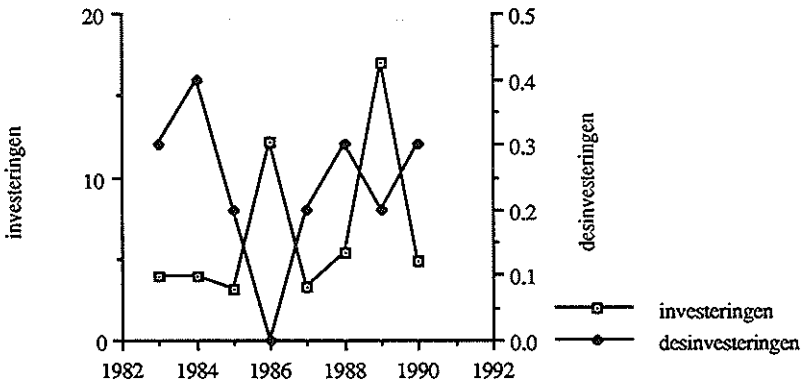
Cash flows en investeringen

Als gevolg van de reorganisatie voorafgaand aan de MBO (begin 1986) is de cash flow verbeterd. Na 1986 schakelt UTD b.v. geleidelijk over van intern op reorganisatie gerichte actie naar markt- en klantgerichte actie. De cash flow, een handje geholpen door de bijdragen van de overgenomen bedrijven ontwikkelt zich positief zoals figuur 6 ons toont.



Figuur 6: De ontwikkeling van de cash flow 1983-1990 (in f mln)

De mengvoedermarkt zal naar verwachting de komende jaren circa 5% per jaar inkrimpen. Teneinde hierop in te kunnen spelen bestaan de investeringen voornamelijk uit modernisering van de fabrieken en het opkopen van door derden geproduceerde voeders. Zie in dit verband figuur 7 voor de ontwikkeling van de (des)investeringen tussen 1982-1990. Daarnaast heeft de directie aanpalende markten voor investeringen op het oog (Jaarrapport 1990, verslag van de directie p.8).



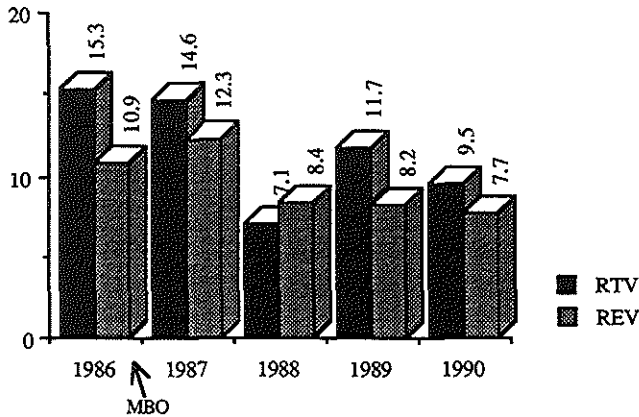
Figuur 7: De ontwikkeling van de (des)investeringen tussen 1983-1990 (in f mln)

De investeringen liggen na de MBO gemiddeld op een hoger niveau dan voor de afsplitsing uit Unilever. Als eis stelde de directie voor het eerste jaar na de MBO een rendement van 10% op het *werkzame* vermogen. Dit is het bedrijfsresultaat voor aftrek

van rente en belastingen gerelateerd aan de activa minus crediteuren, voorzieningen en WIR-premie. Na twee jaar zou dit percentage 15 moeten bedragen. Uit de jaarrekening⁴³ blijkt dat deze prognose het eerste jaar na de MBO ruimschoots gehaald wordt, namelijk 15,3% en het gemiddelde na twee jaar een half procent lager uitviel, namelijk 14,6%. Zie figuur 8.

De tweede doelstelling van de MBO was een sterke eigen vermogenspositie opbouwen. In het jaar van de MBO 1986 zit men op 31%, in 1988 overschrijdt men de 35% en in 1989 zit men op 36%. Na het tegenvallend jaar 1988 herstelt UTD zich en weet geleidelijk de eigen vermogenspositie conform de de afspraak met de financiers te versterken.

De andere financiële doelstellingen, namelijk de mogelijkheid om te investeren en de verbetering van de bruto marges, zijn eveneens verwezenlijkt. Al met al kunnen we concluderen dat UTD de voorgenomen financiële doelen na de MBO heeft gerealiseerd, zij het dat het rendement op het werkzame vermogen wat achterblijft bij de prognose.



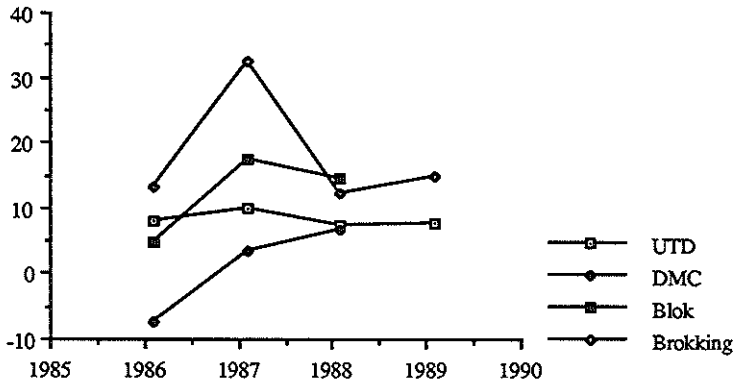
Figuur 8: De ontwikkeling van de rentabiliteit van het totale vermogen en het eigen vermogen (uitgedrukt in procenten)

Samengevat concluderen wij dat UT-Delfia weer winstgevend is, hogere marges in de omzet realiseert, maar nog wat achterblijft bij de prognoses uit het ondernemingsplan dat mede ten behoeve van de verzelfstandiging is gemaakt. De bruto-marge komt waarschijnlijk door uitgekende overnemingen structureel op een hoger niveau te liggen. De cash flow is na de MBO structureel beter. Kortom de economische prestaties van het mengvoederbedrijf zijn na de afsplitsing niet spectaculair, maar gelet op de stagnatie in deze bedrijfstak, wel bevredigend te noemen.

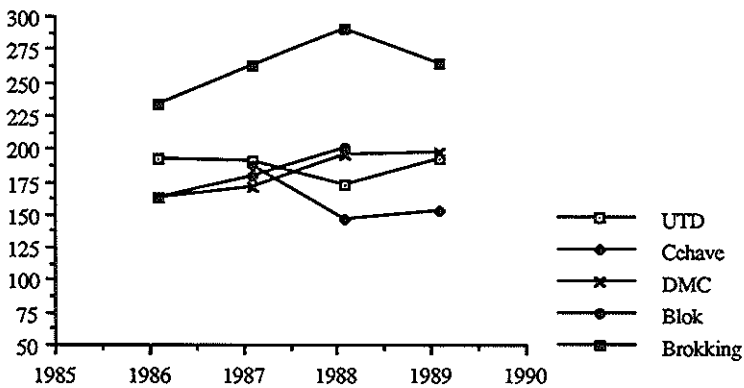
⁴³ Jaarrapporten 1986, 1987 en 1988 UT-Delfia b.v.

4.1 Vergelijking met de branche

Indien wij een vergelijking met de mengvoederbranche maken richten wij ons op de winstbijdrage en toegevoegde waarde per employee, omdat de onderlinge verschillen in volume zeer groot zijn. Qua winstbijdrage per employee constateren wij dat UTD na de MBO een redelijk constant beeld vertoont in tegenstelling tot de kleinere concurrenten. Toch ligt de winstgevendheid gemeten per werknemer aan de onderkant van het branchegemiddelde.



Figuur 9: Winstbijdrage per werknemer 1986-1989 (x f 1.000,-)



Figuur 10: Toegevoegde waarde per werknemer 1986-1989 (x f 1000,-)

Letten we op de toegevoegde waarde per werknemer dan scoort UTD beter dan de

coöperatie Cehave, die qua omzet circa vier keer groter is. Ten aanzien van de meeste kleinere particuliere bedrijven beweegt de toegevoegde waarde zich op hetzelfde niveau.

Conclusie

Uit de metingen van de economische prestaties trekken we de conclusie dat UTD in vergelijking tot de periode voor de MBO zich snel uit het dal omhoog heeft gewerkt, hoewel uit de vergelijking met branche nog geen eenduidige conclusie kan worden getrokken. Ten opzichte van de kleine mengvoederbedrijven ligt UTD iets onder het gemiddelde, ten opzichte van de veel grotere coöperatie Cehave presteert zij beter.

In 5.1 trachten wij eerst na te gaan of de verbetering van de economische prestaties na de MBO is beïnvloed door de segmentkeuze, de wijze van marktwerking, kortom door de strategie van het UTD-management. Of de doelstelling van het uitkopen management van een slanke, flexibele organisatie en een efficiënte bedrijfsvoering na de MBO ook gerealiseerd wordt, zetten wij in 5.2 uiteen.

5. Vergroting van de flexibiliteit naar buiten en naar binnen

Om een goed beeld te kunnen vormen van de maatregelen die na de MBO genomen zijn om de flexibiliteit naar buiten en naar binnen te vergroten, schetsen wij hieronder in het kort eerst de marktsegmenten, de technische ontwikkeling en de kansen en bedreigingen in de mengvoederbranche. Daarna gaan wij achtereenvolgens in op de strategie en de marktgerichtheid van dit bedrijf, de aanpassingen in de organisatiestructuur en de beloning.

5.1 De strategische flexibiliteit

De mengvoedermarkt

De mengvoederindustrie omvat ruim 400 bedrijven⁴⁴ die aan 11.000 man werk geven, met een omzet van f 11,1 miljard. In het seizoen 1986/87 produceerde deze industrie in totaal 15,8 mln ton mengvoeder. In gulden uitgedrukt is dat ruim f 8 miljard. Van die 15,8 mln ton veevoeder is de verdeling ongeveer als volgt: 35% is bestemd voor rundvee (f 2,8 mlrd), 43% voor varkens (f 3,4 mlrd) en 21% (f 1,7 mlrd) voor pluimvee. Van de productie wordt 98% in Nederland afgezet. Naast mengvoeder produceren in Nederland ongeveer 26 bedrijven circa 600.000 ton kunstmelkvoeder per jaar voor kalveren. Mengvoeder vormt voor melkvee een aanvulling op het ruwvoer. Varkens en pluimvee worden in Nederland voornamelijk gevoederd met mengvoeder. Mestkalveren uitsluitend

⁴⁴ P. Maselis, Het Ingenieursblad, p. 51 e.v. 1988 / 9.

met kunstmelkvoeder. De aflevering geschiedt voornamelijk (90%) in bulk.

Bij veevoer kan men een onderscheid maken tussen ruwvoer en krachtvoer. Ruwvoer bestaat uit gras, hooi, snijmaïs en stro. Krachtvoer is mengvoer en bestaat uit graan en de zogenaamde graanvervangers als sojabonen, tapioca, maïsgluten, derivaten en eiwitten aangevuld met mineralen en vitaminen. Mengvoeder wordt voornamelijk gebruikt door drie diersoorten: rundvee, varkens en pluimvee. Uit de tellingen van het Centraal Bureau voor de Statistiek blijkt dat er 4,7 miljoen stuks rundvee, 13,9 miljoen varkens, 93 miljoen kippen, 685.000 eenden en 900.000 slachtkalkoenen zijn (NRC 5-11-'88).

Van 1960 tot 1980 heeft de markt een gemiddelde groei vertoond van ongeveer 5% per jaar. In 1960 werd aan veevoeder 5.049 x 1000 ton gebruikt, in 1970 8.738 x 1000 ton en in 1980 zo'n 14.058 x 1000 ton. Deze groei hing samen met de productievergroting in de Nederlandse veehouderij die door lage prijzen van het mengvoeder enorme groei-impulsen onderging.

Verder is voor een goed begrip van deze branche van belang om te weten dat de mengvoederindustrie in Nederland ten opzichte van de rest van de EG kostenvoordelen realiseert als gevolg van de gunstige ligging van Nederland aan zee en waterwegen en door de verwerking van goedkope graansubstituten (tapioca uit Thailand, maïsgluten en citruspulp uit de V.S.) in vergelijking met het dure graan uit Europa. De extra productie wordt vooral afgezet in het buitenland.

Inmiddels is echter de EG-markt verzadigd (overschotten aan melk, granen etc.) en groeit ook de export naar de derde landen niet meer. Stabilisatie in de Nederlandse mengvoederindustrie is het gevolg. In de jaren tachtig treedt echter zoals uit tabel 1 blijkt stagnatie op. Voor de sector rundvee is er zelfs sprake van een daling. Omdat export en import zeer gering zijn, mogen onderstaande cijfers representatief geacht worden voor zowel productie als consumptie van veevoerders in Nederland.

000 ton	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Rundvee	5.400	5.100	5.200	4.600	4.600	4.600	4.300	4.000
Varkens	6.600	6.900	7.200	7.500	7.800	7.800	7.600	7.700
Pluimvee	<u>3.200</u>	<u>3.400</u>	<u>3.200</u>	<u>3.300</u>	<u>3.300</u>	<u>3.900</u>	<u>3.800</u>	<u>3.800</u>
Totaal	15.200	15.400	15.600	15.400	15.700	16.300	15.700	15.500

Tabel 2: De totale markt⁴⁵

Sinds 1986 is Nederland binnen de E.G. koploper in de mengvoederproductie, gevolgd

⁴⁵ Produktschap voor Veevoeder en het Veevoedergrondstoffennieuws van de Cebeco-Handelsraad 1-1-'91 (afgeronde cijfers).

door West-Duitsland en Frankrijk. De voornaamste kansen en bedreigingen van de mengvoederindustrie in Nederland anno 1986 ontleen wij aan het rapport adviesaanvraag reorganisatie UTD 1985 en het ondernemingsplan UTD 1985. Afgezien van het feit dat er anno 1991 geen sprake meer is van vergroting van de productiecapaciteit zoals in 1985, hebben de andere kenmerken van deze industrie niets van hun actuele waarde ingeboet.

Kansen en bedreigingen

- a. Een verdere toename van de productiecapaciteit van de veevoederproducenten is, gezien de lopende investeringsplannen vergeleken bij die van 1985, niet te verwachten. Een uitzondering hierop is wellicht te maken voor de productie van rundveevoeder, gezien de vrij lage penetratiegraad van mengvoeder (19%).⁴⁶ Door de genetische vooruitgang zal de koe steeds meer krachtvoerders nodig hebben.
- b. Het aantal boerenbedrijven blijft in de jaren na 1985 ongeveer gelijk, echter door superheffing op te veel geproduceerde melk is de vraag naar rundveevoeders voor het eerst sinds 1947 gedaald en zal zich op het niveau van 1985 stabiliseren (zie tabel 2). Veebezetting op rundveehouderij is hierdoor stagnerend, waardoor de stagnatieproblemen veroorzaakt door vraaguitval zullen toenemen. In 1984/85 is de productie van rundveevoeder 6% lager dan het seizoen ervoor. In 1986 nam volgens het Produktschap voor Veevoeder de rundveeproductie met circa 10% af.
- c. Door schaalvergroting kan de bedrijfsomvang van varkens- en pluimveehouderij bij de grotere bedrijven verder groeien. Echter de huidige meststoffenwetgeving voor de veehouderij duiden niet op onbelemmerde groeimogelijkheden in de varkens- en pluimveevoeders. Eerder liggen verscherpingen van de milieuwetten in verband met de ammoniak-uitstoot en het mestoverschot in het verschiet en zal naar verwachting de afzet van veevoeder dalen. Zo is door de interimwet beperking varkens- en pluimveehouderijen in concentratiegebieden een begin gemaakt met een verkleining van de veestapel waardoor in de afzet van de voeders een dalende tendens merkbaar wordt. In de zeer nabije toekomst zijn ook mestbeperkende maatregelen voor de voersamenstelling te verwachten. Hier liggen voor UTD tevens kansen, omdat de rol van de fabrikant van mengvoeder in het eindproduct verder wordt benadrukt. Op boerderij-niveau ontwikkelt het bedrijf via een hiertoe apart opgerichte b.v. en de landbouwuniversiteit Wageningen diepstrooiselsystemen, die de mesthoeveelheid en de ammoniak-emissie sterk reduceert.

Zoals uit tabel 2 valt op te maken stijgt de productie van varkensvoer aanvankelijk nog licht, maar heeft eind jaren negentig de neiging te dalen. De fluctuaties in de productie

⁴⁶ P.Maselis, De Belgische mengvoedernijverheid: evolutie en industriële prestaties; Het Ingenieursblad 1988, 9, p. 51 e.v.

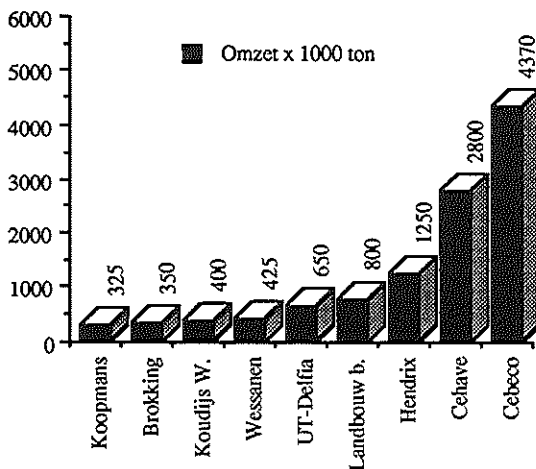
van pluimveevoeder laten zich het best verklaren uit de situatie van snel wijzigende aanbodsituaties binnen de EG en een grillig verloop van de export naar derde wereldlanden.

- d. De prijsconcurrentie zal zich verscherpen omdat de marktmacht van mengvoederproducenten door de heterogeniteit (drie coöperaties versus enkele grote en vele kleine particuliere bedrijven) niet sterk is ten opzichte van de afnemers. De drie grote coöperatieve verenigingen⁴⁷ die 53,3% van de totale produktie voor hun rekening nemen, geven direct alle prijsvoordelen aan hun leden door, zoals bijvoorbeeld in geval van grondstofprijzdalingen. Over het algemeen brengen de coöperaties lagere prijzen in rekening en bieden minder service. Daarnaast zijn er zes middelgrote particuliere bedrijven (waaronder UTD b.v.) en een paar honderd kleinere particuliere bedrijfjes. Zij nemen 26% respectievelijk 20 % van de totale produktie voor hun rekening.
- e. De rentabiliteit op het geïnvesteerde vermogen van het boerenbedrijf zal laag blijven, omdat in de intensieve veehouderij uiterst efficiënt wordt geproduceerd. De speelruimte voor mengvoederfabrikanten is dan ook gering, omdat men precies weet hoeveel voer voor een bepaalde hoeveelheid vlees respectievelijk melk nodig is. De kostprijs van de intensieve veehouderij wordt bepaald door de kostprijs van het veevoer. Efficiëntie-verbeteringen die de rentabiliteit verhogen kunnen daarom niet verwacht worden. Van fokker tot en met producent is de bedrijfstak min of meer geïntegreerd en door de stagnerende export van vlees zijn de vooruitzichten niet gunstig.
- f. Circa 75-80% van de kostprijs van het mengvoeder wordt bepaald door de grondstoffen. Het is daarom cruciaal om in vergelijking met de concurrentie niet te duur in te kopen.
- g. De vraag naar vlees groeit niet meer door de stagnerende bevolkingsgroei.
- h. Het proces van schaalvergroting en concentratie van de industrie zal zich onverminderd voortzetten, zodat kleinere bedrijven worden weggeconcentreerd door de lage marges.

Schaalvergroting en concentratie in deze bedrijfstak worden in de mengvoederbranche duidelijk gedemonstreerd. Het aandeel in de landelijke produktie van de kleinere bedrijven neemt sterk af, terwijl het aandeel van de bedrijven die meer dan 100.000 ton produceren sterk stijgt. Het aantal bedrijven met minder dan 10.000 ton produktie per jaar is de afgelopen tien jaar met 330 verminderd, terwijl in de klasse >100.000 ton per jaar het aantal gedurende die tijd meer dan verdubbelde, namelijk van 16 naar 36.

⁴⁷ Management Team, Economic / Segmentenanalyse, p. 112, 17-6-88.

Er wordt in de landbouw veel gebruik gemaakt van de coöperatieve organisatievorm. Cebeco, Cehave en Landbouwbelaang zijn hiervan voorbeelden. Er zijn veilingen voor de afzet van de produkten, de zogenaamde afzetcoöperaties, coöperaties voor de verwerking, financiering en verzekering en aankoopcoöperaties zoals in de mengvoedersector. De leden, de boeren en tuinders, zijn zowel klant, aandeelhouder als bestuurder. Afhankelijk van het coöperatieve bedrijfsresultaat krijgen de leden dividend uitgekeerd. De niet-leden kunnen tegen dezelfde prijscondities kopen als de leden, zij delen echter niet mee in het dividend. Zoals uit figuur 11 valt op te maken zijn de coöperaties de grootste marktpartij in de mengvoederindustrie. De coöperatie Cebeco is marktleider en vormt een conglomeraat van coöperaties Cebeco heeft een marktaandeel van 23% en opereert voornamelijk boven de grote rivieren (West, Midden, Oost, en Noord-Nederland) . Het heeft 3000 mensen in dienst. De Cehave met een marktaandeel van 16% heeft als voornaamste werkgebied de provincie Noord-Brabant (Veghel, Den Bosch) en kent daarom een sterk gecentraliseerde productie met een personeelsbestand van 1560 man.



Figuur 11: De concurrenten van UTD b.v.⁴⁸ gerangschikt naar grootte (cijfers 1988)

De coöperatie Landbouwbelaang opereert in Limburg en heeft een marktaandeel van ongeveer 12%. Beide coöperaties groeien nog terwijl Cebeco stagneert. Overigens blijft het totale marktaandeel van de coöperaties ten opzichte van de particuliere bedrijven vrijwel constant circa 51 tot 53 %. Er zijn ca.80 coöperaties in de mengvoederbranche werkzaam. Alle hebben als strategie lage prijs, weinig service en regionaal opererend. Daarnaast is er de groep grote particulieren, bestaande uit 15 bedrijven die landelijk opereren en gezamenlijk een marktaandeel bezitten van 26%. Hiervan nemen de 5 grootsten, te weten Hendrix, dochter van British Petroleum, UTD, Wessanen, Koudijs-Wouda en Koopmans 70% voor hun rekening. Van deze 5 bedrijven richten vooral

⁴⁸ De Boerderijkrant 13-'89 en FEM december 1988 p. 55 e.v.

Hendrix en UTD zich op intensieve begeleiding en voorlichting bij de boer en trachten hierdoor een differentieel voordeel te halen. Deze op service en kwaliteit gerichte strategie impliceert evenwel een duur voorlichtingsapparaat, waardoor de mengvoederprijs gemiddeld hoger ligt dan die van de coöperaties. Voor de MBO van UTD bestreken de hierbovengenoemde acht bedrijven 70% van de markt. Alle particuliere bedrijven hebben het in deze sector vrij zwaar, getuige de lage winstmarges van ongeveer 1% van de omzet. Leggen de coöperaties zich voornamelijk toe op het laagste prijssegment van de markt, de particuliere bedrijven daarentegen richten zich via specialiteiten op het kwaliteitssegment in de rundvee-, varkens- en legpluimvee-sector.

Tenslotte zijn er de kleinere mengvoederproducenten, waarvan tweederde een jaarproductie heeft van < 10.000 ton. In deze groep vinden de gedwongen bedrijfssluitingen plaats. Men verliest de strijd om het bestaan vooral op het gebied van prijs en kwaliteit en is daarnaast te zeer lokaal gericht in tegenstelling tot de coöperaties en de grote particuliere producenten. In totaal zijn er 350 particuliere bedrijven in deze branche, waarvan zo'n 200 minder dan 10.000 ton per jaar produceren.

Samenvatting

Concluderend kan over deze markt gesteld worden dat zich in de afzet van de mengvoerders een dalende tendens aftekent, die wordt veroorzaakt door de afnemende veestapel en betere technische resultaten, waardoor met minder voer dezelfde c.q. betere resultaten voor de boer worden bereikt. Daarnaast spelen factoren als de zachte winters en de ruwvoer-positie van de boeren een niet onaanzienlijke rol bij het behalen van een positief bedrijfsresultaat. De prijsstelling staat onder druk door de stabiliserende markten, de schaalvergroting van het boerenbedrijf en de overcapaciteit in de branche.

De onzekerheid over de afzet hangt daarnaast grotendeels af van een aantal andere ontwikkelingen. Ten eerste van de prijsvorming. Van rundvlees en melk wordt deze via minimumprijzen en bodemprijzen sterk beïnvloed door de politici in Brussel. Voor eieren en varkensvlees daarentegen geldt een vrije markt. Ten tweede het beleid van de E.G.-politici inzake de invoerquota van granen buiten de Europese gemeenschap en de vaststelling van productiequota voor de verschillende landen van de E.G. Ten derde is de afzet afhankelijk van de wettelijke bepalingen op het terrein van de overbemesting. Tenslotte is de houding van de boer ten opzichte van de prijs/prestatieverhouding van het voer in de toekomst een onzekere factor die grotendeels afhangt van de mate waarin de boer professioneel wil en kan blijven werken met veevoeder als kritische succesfactor bij de opbrengst van zijn bedrijf. Deze factor is voor de 'lage kosten' marktleider lang niet zo belangrijk als voor de mengvoederbedrijven die juist voor het kwaliteitssegment hebben gekozen. Omdat UTD voor dit segment gekozen heeft, gaan we nader in op het verkoopconcept achter de strategie van UTD.

De strategie

Bij de afnemers staat UTD bekend als goed, betrouwbaar maar duur. Het produceert hoogwaardige mengvoeders met veel specialiteiten. Van de 2000 klanten behoort 70% tot de grotere boerenbedrijven. Ruim 15% van de omzet loopt via contracten. UTD hanteert een selectief doelgroepenbeleid hetgeen betekent dat specialisten de afnemers regelmatig bezoeken om gegevens over de voederprestaties te meten en uit te wisselen, te adviseren over de bedrijfsvoering op technisch en economisch terrein danwel op terrein van de dierverzorging en veterinaire ziekten. Het geheel vindt ondersteuning door intensieve research. Met een marktaandeel van 4% en een omzet van bijna 700.000 ton ter waarde van zo'n f 391 miljoen komt het bedrijf anno 1986 qua grootte op de 5e plaats.

UTD richt zich op het topsegment van de markt, op ondernemende boeren die uit hoofde van hun bedrijfsvoering vooral letten op de prijs-prestatieverhouding van het veevoeder en niet alleen op basis van de prijs hun inkoopbeslissing nemen. De prijs van de coöperaties ligt door het grotere productie-volume op een substantieel lager niveau dan de "grotere" particuliere bedrijven als Hendrix, UTD, Wessanen, Koudijs-Wouda en Koopmans gezien hun grootte kunnen bereiken. De coöperaties leveren rechtstreeks aan de boer en beschikken niet over een buitendienst. In dit laatste komt echter verandering. Echter, er is in deze mengvoedermarkt een blijvende behoefte aan verder ontwikkelde producten die steeds nieuwe nutritionele kennis en ervaring verlangen. Aan de samenstelling van het mengvoer en aan de productie ervan worden steeds hogere eisen gesteld door zowel de economische bedrijfsvoering bij de afnemers als bij de producent, het milieu, de voedingsdeskundigen, dierspecialisten etc.

Het zijn de grotere particuliere bedrijven die op deze behoefte trachten in te spelen. Een klant die zich bij UTD aanmeldt, wordt eerst door een specialist bezocht om te beoordelen hoe deze ervoor staat. UTD stelt aan de klant namelijk voorwaarden op het gebied van het gebruik van de veevoeders. Dit doet men bewust om de hoge prestaties van het mengvoer te kunnen blijven nastreven. Dit is namelijk haar "competitive edge"! Zij heeft de afnemer meer te bieden dan een lage prijs zoals de coöperaties dat doen. Vandaar dat UTD andere klanten heeft dan de coöperaties. Hebben de laatstgenoemden de categorie "prijskopers" onder de boeren als voornaamste klantenkring, UTD's afnemers zijn boeren met vakmanschap die geen behoefte hebben aan een eenheidsproduct als voer maar aan specialiteiten die in overleg tussen boer en UTD-specialisten tot optimale bedrijfsprestaties leiden. Dit houdt in dat het in de praktijk moeilijk is een klant van de coöperatie over te nemen. Zo stelt UTD in het kader van het melkveeplan eisen aan de winning van het ruwvoer omdat het de basis is voor een gezonde voeding van het melkvee. Zij adviseert hierbij de boer hoe hij het winningsproces van ruwvoer het beste kan laten verlopen. Hoe beter namelijk de kwaliteit van het ruwvoer, hoe beter de droge stof-opname uit het mengvoeder en hoe meer er bespaard wordt op aankoop van andere voeders die een tekort, veroorzaakt door het ruwvoer, moeten compenseren. Verder berekent zij voor haar afnemers hoe het voederrantsoen precies op de voedingsstoffenbehoefte van het melkvee

kan worden afgestemd, zodat de vertering niet te snel en niet te traag verloopt waardoor het melkvetgehalte constant blijft.

Een derde onderdeel uit de planmatige benadering van haar klanten betreft de advisering omtrent de bedrijfsvoering. Deze wordt verzorgd door een dierspecialist die met behulp van een daartoe ontworpen administratief systeem de boer een duidelijk overzicht verschaft van de kosten en opbrengsten van zijn bedrijf. Dit systeem beperkt zich tot de hoofdlijnen zoals de voerkosten, omzet en aanwas en de melkopbrengst. De bedoeling is dat de boer met behulp van het systeem de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat in de tijd kan volgen en met andere bedrijven kan vergelijken. Het plan wordt begeleid door de resultaten uit het eigen onderzoek van het Unilever research centrum 'Colworth House'(Engeland) en van de eigen proefboerderij 'Groot Kantwijk' in Vreeland (Utrecht) die het uit die resultaten voortvloeiende praktijkgerichte onderzoek voor haar rekening neemt. De resultaten worden gecontroleerd door eigen laboratoria.

Voor het gebruik van het research centrum betaalt UTD Unilever een vergoeding waarvan de omvang mede bepaald is door de goede verstandhouding die de relatie tussen UTD en haar voormalige moeder nog kenmerkt.

Voor de volledigheid vermelden we nog dat vergelijkbare aanpakken zoals hierboven voor het rundvee is geschetst ook voor de andere diervoeders gelden. Zo is er een legpluimveeplan waarmee UTD voor haar afnemers de relatie tussen specifieke voedingsstoffen en de voeropname van hoogproductieve leghennen gedurende verschillende levensperioden in haalbare bedrijfsvoeringstappen bestuurbaar maakt. Tevens biedt men ten behoeve van alle diersoorten technische kwaliteitscontrole-diensten aan, maar ook financiële service zoals bijvoorbeeld in geval van het legpluimveeplan in de vorm van eierprijscontracten, die in zekere zin het inkomen van de boer planbaar maken. Tenslotte beschikt UTD over planmatige aanpakken voor respectievelijk de biggenopfok en de schapenhouderij en adviseert het over doelgerichte voerplannen voor zeugen en een systematische aanpak bij het mesten van varkens, kalveren en vleesvee.

Zoals in de paragraaf over de mengvoedermarkt reeds is gesteld, groeide de totale markt voor veevoeder in de periode 1960-1980 vrij sterk, gemiddeld per jaar zo'n 5-10%. De productiegroei hing samen met productievergroting van de Nederlandse veehouderij. De extra zuivel, slachtvarkens, eieren en slachtkuikens werden vooral in het buitenland (EG en Derde wereldlanden) afgezet. UTD heeft daarvan volgens figuur 12 te weinig van geprofiteerd, haar omzet gemiddeld circa 600.000 ton bleef bij deze groei ten achter.

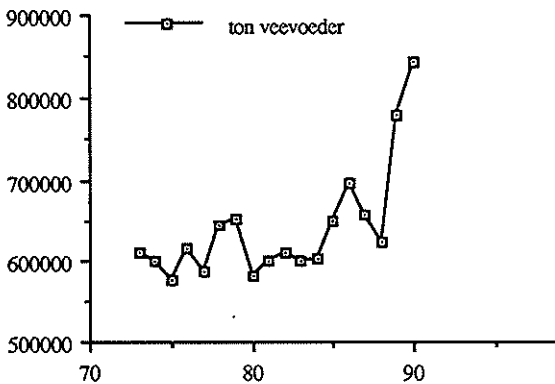
De resultaten waren begin jaren '80 dermate slecht geworden dat de vernieuwde directie van UTD zich genoodzaakt zag het gehele bedrijf te reorganiseren. In de periode 1980-1985 werd gemiddeld per jaar 615.000 ton verkocht hetgeen al aanmerkelijk meer was dan in de periode ervoor, ondanks het feit dat de groei van de markt voor veehouderijproducten in de tachtiger jaren stabiliseerde, zoals uit tabel 2 is gebleken.

Na de MBO zet een scherpe daling in, maar gemiddeld worden er meer tonnen veevoeder

verkocht dan in de periode voor de MBO, namelijk 659.000 ton. In paragraaf 4 bespraken wij de voornaamste oorzaken van deze daling in 'productie-tonnen' voor UTD. Hier zij alvast opgemerkt, dat de algemene oorzaken voor de stabilisatie in de produktie van de gehele mengvoederindustrie vooral gezocht dienen te worden in de maatregelen die genomen zijn om produktiegroei van melk af te remmen, de import van graansubstituten te stabiliseren en de omvang van de varkens- en pluimveehouderijen (in sommige delen van Nederland) te beperken.

Voor UTD werken deze belemmeringen uiteraard ook, echter in haar geval dient de verklaring van de produktiedaling met name gezocht worden in bedrijfspecifieke factoren. Zie paragraaf 4.

Door middel van voornamelijk overnames (o.a. Koopmans Mengvoeder) vertonen 1989 en 1990 voor UTD sterke toename in de hoeveelheid geproduceerde tonnen veevoeder. Hiermee loopt het bedrijf in de pas met de oorspronkelijke doelstelling uit het ondernemingsplan dat ten behoeve van de MBO is opgesteld.



Figuur 12: Ontwikkeling volume⁴⁹ UTD b.v. (in 000 ton)

Wij besluiten deze paragraaf over strategie en de marktbenadering met een korte toelichting op de keuzes van de produkten, de afnemers, de marktsegmentatie en de concurrentiestrategie. Tegelijk worden hiermee keuzes gemaakt ten behoeve van de inzet van middelen, zoals organisatie en management, begeleiding, opleiding, research e.d. die in 5.2 aan de orde zullen komen.

De strategie van UTD, zoals uiteengezet in het ondernemingsplan⁵⁰, laat zich als volgt samenvatten:

49 Na 1985 gaat de omzet van UTD ongeveer 50.000 ton omhoog. Hierin is ook begrepen de omzet van de nieuw verworven dochter-onderneming Steenberg/Van Brink en kan niet op conto worden geschreven van het voor de MBO bestaande UTD.

50 Ondernemingsplan UT Delfia b.v. dd 14-11-'85.

1. marktaandeelvergroting door middel van uitbreiding van het afzetvolume;
2. het met behulp van de benadering voor voer en begeleiding (de zogenaamde doelgroepfilosofie) de klant in staat stellen een beter netto bedrijfsresultaat te bereiken;
3. versterking van de distributiekkanalen (de wederverkopers) door een professionele ondersteuning en afstemming van het aantal en de grootte van de wederverkopers op het marktgebied waarin zij werkzaam zijn;
4. benutting van de blijvende toegang tot de Unilever researchfaciliteiten;
5. optimaal inspelen op marktcondities en marktwensen door een twee-regio-structuur en kwalitatieve versterking van de verkoopleiding.

Op grond van het feit dat de directie kans ziet de afzet in de begin jaren tachtig sterker te laten groeien dan het branchegemiddelde, baseert zij haar (optimistische of bescheiden?) prognose van een gemiddelde omzetgroei van 1,5 à 2 % per jaar voor de tweede helft van de tachtiger jaren, ervan uitgaand dat de totale markt min of meer stabiel zal blijven. Zij heeft vertrouwen in de doelgroepbenadering van haar afnemers door haar adviseurs, hoewel in de pluimveesector deze benadering pas op gang is gekomen. Afzetvergroting met margehandhaving zou niet goed mogelijk zijn op het segment van de prijskopers. UTD richt zich evenwel op het ondernemerssegment in deze markt dat overtuigd kan worden van het feit dat technische resultaatverbetering de meerkosten van het voer ruimschoots compenseert. Hierin speelt de research in dierfysiologie en praktische toepassing van onderzoeksresultaten een strategische rol. Deze rol zal in toekomst nog meer gewicht krijgen in verband met de invoering van beschermingsmaatregelen voor het milieu. Daarnaast richt het onderzoek onder leiding van de algemeen bedrijfsleider zich op het in technologisch opzicht verbeteren van bestaande productieprocessen bij UTD. Een ander ingrediënt voor de strategie vormt de reeds hierboven beschreven benadering van de doelgroepboeren door buitendienstspecialisten die per diergroep hun werkzaamheden verrichten en allen een hogere agrarische opleiding bezitten. Bij voortduring vindt nascholing plaats. De produktiestrategie bestaat uit het tegen zo laag mogelijke kosten produceren in een vestigingsplaats zoveel mogelijk midden in het afzetgebied. Dit leidde enerzijds tot overheveling van een deel van de productiecapaciteit van een verliesgevende vestiging in het noorden naar een rendabel draaiende fabriek in het noord-oosten van het land. Anderzijds is het beleid erop gericht om in een belangrijk afzetgebied als het oosten juist een fabriek te verkrijgen.

Uit het bovenstaande kunnen wij concluderen dat de concurrentiepositie van een mengvoederfabrikant en dus ook dat van UTD, grotendeels wordt bepaald door:

- a. geografische ligging;

b. schaalgrootte;

ad. a Zowel met het oog op aanvoer als afvoer is de geografische ligging voor een producent van laagwaardige bulkprodukten van eminent belang. De aanvoer dient bij voorkeur over water plaats te vinden, gevolgd door de trein en vervoer over de weg. Voor de afvoer is de centrale ligging in het afzetgebied noodzakelijk.

ad. b Schaalvoordelen levert voordelen op bij zowel inkoop als de productie. Bij centrale inkoop kan men grotere kortingen bedingen, terwijl de aanvoerkosten per produkt lager zijn. Hoe groter de benutte productiecapaciteit van een fabriek hoe lager de produktiekosten per eenheid.

Uit onze studie van de branche voegen wij aan bovengenoemde factoren enkele toe die ons inziens het resultaat van een mengvoederfabrikant mede sterk bepalen. Deze factoren zijn:

- c. balansverhoudingen;
- d. assortiment;
- e. mate van verticale integratie;
- f. inkoopbeleid.

ad. c Balansverhoudingen hebben een belangrijke invloed op het concurrentievermogen. Doorgaans bedragen afschrijving en rente in deze branche ongeveer 2,5% van de produktiekosten. Veel mengvoederfabrikanten produceren met oude machines en gebouwen, waarop nauwelijks meer afgeschreven hoeft te worden.

ad. d Het assortiment van de individuele onderneming kan belangrijk afwijken van het gemiddelde assortiment van de Nederlandse mengvoederindustrie. Dit hangt samen met de locatie. In het noorden wordt relatief veel rundveevoeder geproduceerd, in Gelderland en het zuiden relatief veel varkensvoeder. Bedrijven met een relatief grote productie van rundveevoeder hebben hierdoor slechtere resultaten behaald dan branchegenoten.

ad. e Door sommige bedrijven zijn belangen verworven in slachterijen, eierpakstations en fokkerijen. De resultaten hiervan hebben een behoorlijke invloed op het totale resultaat.

Ook contractuele bindingen met veehouders zijn van grote invloed op het totale resultaat. Zo bestaan er mengvoeder-afnamecontracten en looncontracten. Bij looncontracten krijgt de veehouder een vast bedrag per kalf of varken en ligt het economisch risico van de markt volledig bij de producent.

ad. f In de prijzen van grondstoffen kunnen snelle en hevige fluctuaties optreden, waarbij ook de ontwikkeling van de dollarkoers een rol speelt. Vandaar het relatief grote belang van een uitgekiende inkoop.

Conclusie

Samengevat richt UTD zich na de MBO op meer verkooptonnen, verlaging van de kosten uitbreiding van het assortiment producten met een hogere toegevoegde waarde. Dit laatste tracht zij te realiseren via overnames. Bcijfering van de herkomst van het resultaat laat zien dat in een tegenvallend jaar als 1988 (daling van de winst met meer dan 50% ten opzichte van 1987) éénderde van de winst afkomstig is van mengvoederproducten met een hoge toegevoegde waarde (zie de post deelnemingen uit tabel 1 paragraaf 3). Met andere woorden: de strategie na de MBO werpt gezien de economische resultaten zijn vruchten af.

Wij kunnen op basis van ons onderzoek niet stellen dat UTD qua concurrentiepotentieel achteruitgegaan was als gevolg van het feit dat het moederbedrijf Unilever garant stond voor de tegenvallers en UTD ieder jaar weer met een schone lei van voren af aan kon beginnen. Het concurrentiepotentieel was in de 'zeventiger' jaren reeds verzwakt als gevolg van een onjuiste strategie. Toen groeide de markt voor mengvoeder sterk en UTD naar verhouding te weinig. Echter de prikkel voor het management en personeel om als bedrijf op concurrerend kostenniveau te komen, is naar wij veronderstellen in zijn algemeenheid lang niet zo sterk als de dochter steeds op de moeder mag rekenen. Bij een verlies van f 5 miljoen was er toen nog geen man over boord. Na de MBO wordt hier in het hele bedrijf anders over gedacht! Ongeacht of het management en het personeel het nu goed of slecht had gedaan, het salaris van het hogere Unilever- personeel was gegarandeerd en de CAO van het lagere personeel was in ieder geval beter dan de CAO in de mengvoederindustrie!

5.2 De structurele en operationele flexibiliteit

In deze paragraaf behandelen wij de belangrijkste organisatieveranderingen na de MBO, door de organisatiestructuur voor en na de MBO met elkaar te vergelijken. Duidelijk wordt dat de strategische keuze het bedrijf te verzelfstandigen gevolgen heeft voor de afstemming met bestuur (management) en organisatie. In verband met een aantal reorganisaties dat UTD in de periode voor de MBO doormaakte, besteden we aandacht aandacht aan de vraag hoe het bedrijf er voor de MBO voor stond. We gaan na welke omstandigheden voor het bedrijf gelden voorafgaand aan de verzelfstandiging. Wij behandelen in het kort de reorganisaties die tussen 1980 en 1985 plaatsvonden, omdat zij ons inziens de achtergrond vormen waartegen alle pogingen van de directie het bedrijf een betere basis voor continuïteit te verschaffen, moeten worden gezien.

Reorganisatie 1980-1984

Het plan voor de jaren '80-'84 bevatte de volgende doelstellingen:

- rendement op geïnvesteerd vermogen van 6%;
- volumegroei tot ongeveer 700.000 ton;

- 5% marktaandeel overall (voor alle diergroepen tesamen);
- volledige benutting van de productiecapaciteit;
- modernisering productiecapaciteit;
- sterke kwalitatieve ondersteuning van de boer;
- verbetering van het klantenbestand (meer toekomstig potentieel);
- verlaging van de kosten per ton.

De onmiddellijke acties die uit deze doelstellingen voortvloeiden waren:

1. herstel van de omzet op het niveau van 650.000 ton door onder meer een agressievere verkoopaanpak, realistischer prijsbeleid en produktontwikkeling;
2. herstel van de marges door volumeverbetering, grondstoffenbesparing, herziening produktenreeks. Verder dient er een gelijkwaardiger risicoverdeling in de contracten tussen UTD en de boer tot stand te komen.(UTD garandeerde min of meer het inkomen van de boer).
3. zekerheid ten aanzien van kwaliteitsverbetering;
4. verlaging van de directe en de indirecte kosten door middel van:
 - a. het laten vervallen van de technisch directeursfunctie. De fabrieken, technische zaken en de afdeling Research en Development rapporteren rechtstreeks aan de directeur algemene zaken;
 - b. training van de marketingafdeling in agressieve verkoopaanpak, opstellen van duidelijke verkoopdoelstellingen en vaststelling individuele verantwoordelijkheid;
 - c. voortgaande efficiëntie-verbetering op de financieel-administratieve afdeling;
 - d. inkrimping op de personeelsafdeling door combinaties van functies;
 - e. rechtstreekse rapportering aan de financieel-economisch directeur door de grondstoffenafdeling;
 - f. benutting productiecapaciteit van de moderne fabrieken en afslanking van het personeelsbestand in de tegen te hoge kosten opererende fabrieken. Tevens zullen daar bezuinigingen op energiekosten, reparatie-en onderhoudskosten ter hand worden genomen.

In de jaren 1980-1984 hield de omzet in verkooptonnen gelijke tred met de totale veevoedermarktgroei. Gedurende die vier jaren steeg de omzet met 3% ondanks de voorspelde achteruitgang van de pluimveesector. In de varkenssector behaalde men 10% hogere omzet tegenover een markt die 7% groeide. In de rundveesector steeg de omzet zelfs met 13% terwijl de markt 5% terugliep. Echter de totale toegevoegde waarde blijkt té gering voor de toch nog té hoge productie-, centrale- en regionale kosten na de

reorganisatie. Het resultaat van de reorganisatie van 1980 was niet van dien aard dat UTD haar investeringen in efficiëntere fabrieken kon financieren, hetgeen noodzakelijk was gezien de oploaiende concurrentie in deze industrietak.

Reorganisatie 1985

In 1984 vernam de directie van UTD dat mengvoeder voor het moederbedrijf Unilever geen kernactiviteit was. Al in een eerder stadium zag Unilever haar pogingen UTD te verkopen stranden. Ook de directie van UTD trachtte na de mededeling van het Unileverbestuur in 1984 tot een of andere vorm van samenwerking met een particuliere producent te komen. Echter ook deze pogingen liepen op niets uit, ondanks het feit dat er bij UTD reeds een reorganisatierapport op tafel lag en de fusiepartners rekening hielden met de consequenties ervan. Als laatste alternatief overwoog het een MBO.

Tegen deze achtergrond van gebeurtenissen dient dan ook de reorganisatie te worden gezien die de directie afkondigde in 1985. Deze betrof een grootscheepse herbezinning en reorganisatie en is gebaseerd op de in vorige alinea genoemde wapenfeiten, namelijk de prognose van een gemiddelde omzetgroei van 1,5 à 2 % per jaar voor de komende 5 jaar (1985-1990), ervan uitgaand dat de totale markt min of meer stabiel zou blijven.

Uit onderzoek door een organisatieadviesbureau werd bevestigd dat het bedrijf een veel te dure productie kende tengevolge van niet optimale productiefaciliteiten, een breed assortiment en hoge overheads. Verder constateerde men in de organisatie te weinig affiniteit met het agrarisch klimaat. Dat wil zeggen dat in de functieuitoefening door het personeel de agrarisch achtergrond steeds sterker werd gemist.

Om het bedrijf door middel van een reorganisatie een perspectief op continuïteit te kunnen bieden, dient de directie naast de zwakke punten ook inzicht te hebben in de sterke punten. De sterktes voor 1985 liggen op het gebied van de nutritionele kennis en inzicht in de grondstoffen. Ook is de toegang tot de Unileverresearch een strategische factor. Hierdoor is er veel aandacht voor hoogwaardige veevoerders die een hogere toegevoegde waarde opleveren. Andere sterke punten waren het via voorlichting en uitgekiende begeleiding benaderen van de afnemers en wel vanuit een zeer actief regionaal marktgerichte opstelling. Het niveau van de buitendienst en het management is hoog. Om de prognose te halen stelt de directie een aantal voor het gehele personeel pittige voorwaarden om het vaste en variabele kostenniveau alsmede het niveau van de centrale en regionale overheads op concurrerend peil te brengen. Deze voorwaarden behelsden de volgende reorganisatie:

1. de drie-regio-organisatiestructuur wordt teruggebracht naar een twee-regio-organisatiestructuur;
2. de centrale diensten worden verder afgeslankt;
3. de productiecapaciteit wordt aan de marktbehoefte aangepast, d.w.z. men sluit een fabriek (capaciteit 100.000 ton), een produktielijn (specialiteit meellijn) en stopt de kalvermelkproductie;

Een en ander heeft tot gevolg dat het aantal functies met ruim 100 terugloopt; bij de centrale diensten en de directie 20 fte (full time equivalent =voltijdse medewerker), bij de centrale-, regionale-en de administratie van de dochters en in de produktie 83 fte en bij de dochters 9 fte. In de verkoop vindt nauwelijks een vermindering van het personeel plaats, slechts 1 fte.

Er wordt dus capaciteit geëlimineerd om de bezettingsgraad van de fabrieken zo hoog mogelijk op te voeren waardoor het bedrijf redelijk kan concurreren. Er moet tegen de laagst mogelijke kosten worden geproduceerd. In het algemeen vindt produktie daar plaats waar afzet is in verband met de hoge transportkosten. Deze reorganisatie vormt mede de achtergrond waartegen de MBO moet worden gezien. Het was in wezen de laatste krachttoer om UTD op het door Unilever gewenste minimale rendement te brengen. Primair uitgangspunt⁵¹ van deze reorganisatie is de noodzaak en de wens om tot substantiële kostenvermindering te komen binnen een marktstrategisch concept. Handhaving van een vorm van regionale zelfstandigheid met de daarbij horende winstverantwoordelijkheid lijkt de tweede gedachte. De regionale afstemming tussen produktie en verkoop diende zoveel mogelijk te worden gehandhaafd. In januari 1985 volgde voor deze reorganisatie een adviesaanvraag aan de ondernemingsraad. In november 1985, twee maanden voor de officiële datum van de verzelfstandiging, werd een ondernemingsplan opgesteld voor het afgeslankte bedrijf waarover de O.R. eveneens werd gevraagd te adviseren over de mate waarin zij het ondernemingsplan realistisch achtte voor de overlevingskansen van het bedrijf. Het spreekt vanzelf dat zij hierbij steun vroeg van een gespecialiseerd adviesbureau.

De organisatie voor de MBO

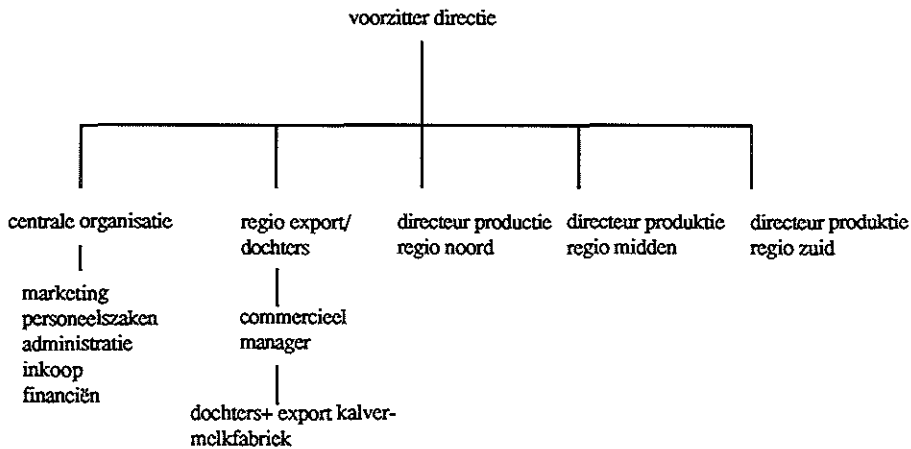
Vroeger was UTD een centraal geleide organisatie, maar vanaf 1983 tot 1986 hanteerde men een regionaal gerichte aanpak. Zie de hiernavolgende organisatieschema's. In de figuren 13, 14 en 15 staat de "organisatiestructuur" voor de MBO in fasen schematisch afgebeeld. Achtereenvolgens komen aan de orde: de topstructuur, de regio-structuur en de organisatie van de centrale diensten.

Daarbij was oorspronkelijk het land verdeeld in drie regio's, waarbij de lokatie van de fabrieken een belangrijke rol speelde. Zo kende de regio Noord fabrieken te Akkrum en Hoogkerk voor het gebied Groningen, Friesland, Drente en Overijssel, regio Midden de fabriek in Maarssen voor Noord/Zuid-Holland, Utrecht en Gelderland en regio Zuid de fabriek te Helmond voor het verzorgingsgebied Noord-Brabant, Zeeland en Limburg.

De belangrijkste argumenten voor een structuur gebaseerd op regio's hebben alle te maken met een afweging tussen enerzijds de voor- en nadelen van decentralisatie van bevoegdheden op het terrein van de marketing, verkoop en produktie om snel op

⁵¹ Vragen O.R. nieuwe koers UT-Delfia b.v. dd 16-4-'89 Adviesgroep voor Strategische Besluitvorming b.v.

regionaal verschillende marktomstandigheden te kunnen inspelen en anderzijds de voor- en nadelen van centralisatie van het beleid ten aanzien van inkoop, financiën, marketing en personeel zodat een uniform beleid voor UTD als geheel wordt gegarandeerd. In de oude structuur vallen de laatstgenoemde activiteiten onder wat in figuur 15 wordt aangeduid met centrale organisatie. De organisatiestructuur belichaamt een evenwicht tussen flexibel reageren op verschillende afnemerswensen en het profiteren van schaalvoordelen door sommige activiteiten centraal te verrichten.

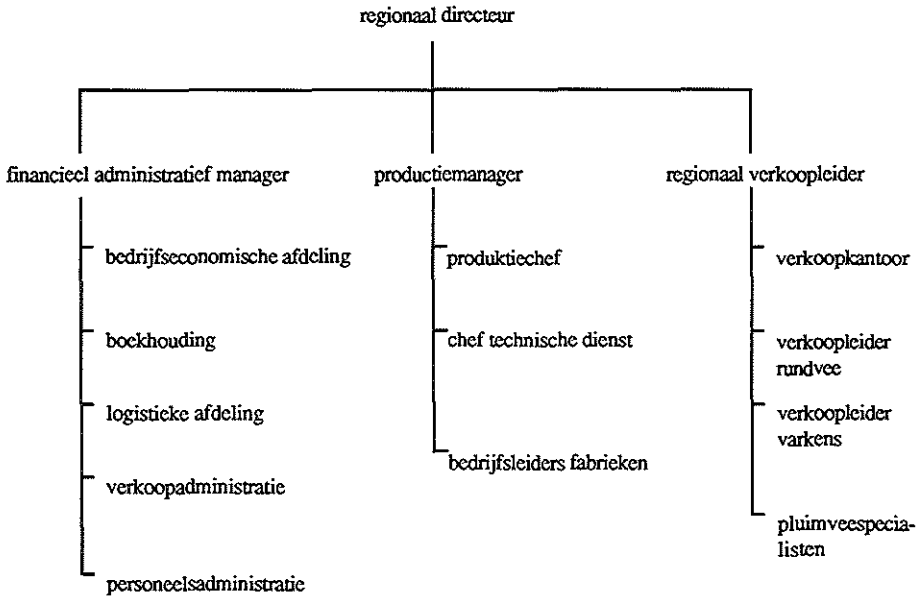


Figuur 13: De topstructuur voor 1986

Door die regio-structuur komt UTD dichterbij de klanten. In die relatie tussen klant en UTD investeerde de leiding van het bedrijf in 1986 heel bewust in de vorm van gerichtere opleidingen. Beter getrainde wederkopers die in diervoeders gespecialiseerd zijn en zo veel mogelijk alleen UTD-producten verkopen, adviseren de klanten over financiële- en technische aspecten van de bedrijfsvoering, veterinaire aangelegenheden, etc. Daarmee onderscheidde UTD zich van de grote coöperaties, maar niet ten opzichte van andere grotere particuliere bedrijven. Deze hebben ook verkopers in dienst die net als de UTD specialisten afhankelijk van de voedingswaarde van het ingekuilde gras het beste mengvoer voor hun afnemers per computer bepalen. In de vroegere organisatie zaten deze specialisten meer op het hoofdkantoor en verkochten de wederverkopers naast UTD-producten ook andere concurrerende producten. Er bestonden drie regio's met vrijwel dezelfde functies en afdelingen als hieronder in figuur 14 voor één regio staat aangegeven. Het nadeel van de drie regio-structuur was dus de overbemensing van staffuncties. Daarom is UTD van de relatief dure 3 regiostructuur afgestapt en heeft de organisatiestructuur vereenvoudigd.

Op de achtergrond speelde ook mee het afketsen van een fusie met Koudijs-Wouda, dochter van het Meneba-concern dat sinds medio 1988 is overgenomen door het

Australische levensmiddelenconcern Goodman Fielder Wattie. UTD restte geen ander alternatief dan zelf de kosten wederom sterk te verlagen. Het bedrijf had de totale kosten al in 1985 met 15% verlaagd, namelijk van f 60,2 mln naar f 50,8 mln. De reorganisatie eind 1985 leverde nog eens een besparing op van circa f 6 mln. Men ging over op een twee-regio-structuur, waarin ook de dochters zijn ondergebracht, de centrale diensten werden afgeslankt, de regiostaf Midden opgeheven, onrendabele productie afgestoten en efficiëntie-maatregelen doorgevoerd ter verkrijging van gunstiger kostenniveaus.

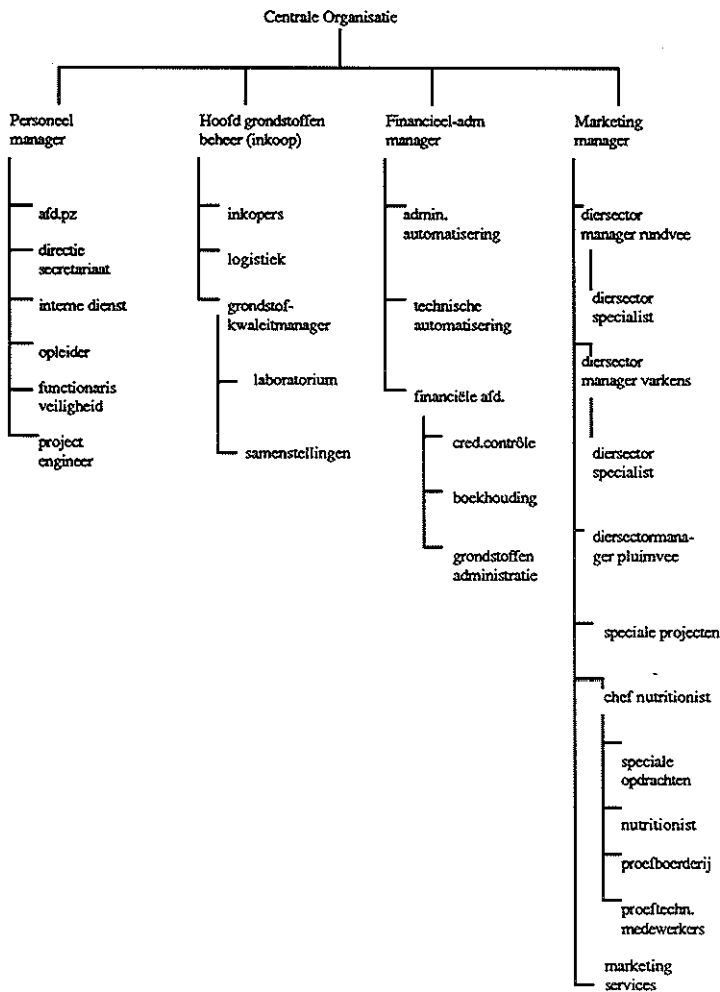


Figuur 14: De regiostructuur voor de MBO

Echter het directe contact tussen specialist en boer, zoals we verderop bij de bespreking van de organisatiestructuur na de MBO zullen zien, mocht niet verloren gaan. De financiële effecten van de overstap van een drie naar een twee-regio-structuur komen neer op f 2,4 mln en de besparingen door productieafstoting en verbetering productie-efficiëntie worden geschat op ca. f 4 mln. In totaal circa f 6,4 mln.⁵²

In totaal leveren de reorganisaties circa f 15,4 mln kostenbesparing op en leggen daarmee een hechte basis voor de verbetering van de economische prestaties op termijn. Gelet op de overige onderzoeksbevindingen gaat het ons tever om verbeterde resultaten van UTD na de MBO domweg toe te schrijven aan het grondig reorganiseren van een bedrijf.

⁵² Ondernemingsplan UT Delfia b.v. p 18 en 19.

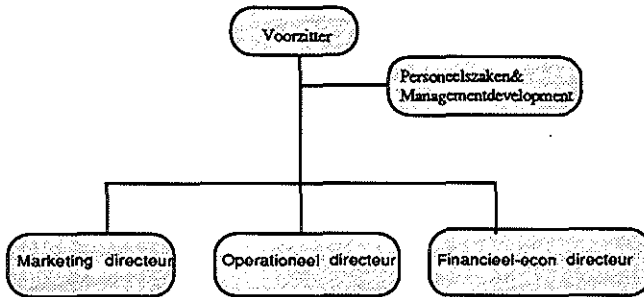


Figuur 15: De centrale organisatie voor de MBO

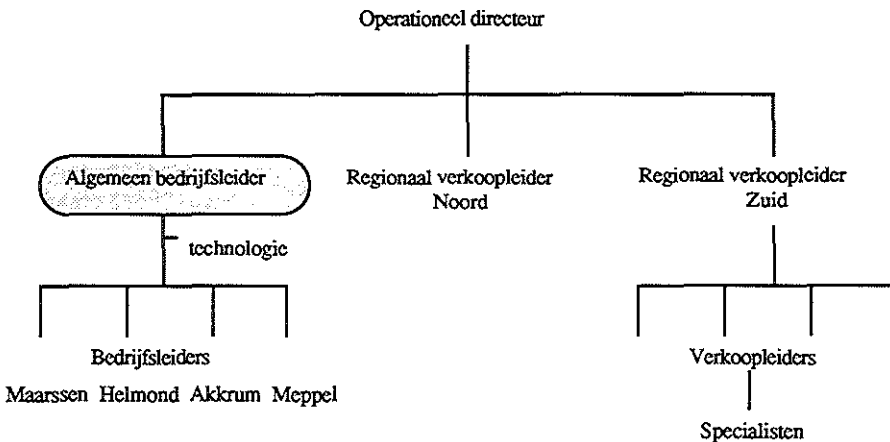
Veranderingen in de organisatie na de MBO

In de volgende organigrammen wordt de functionele taakverdeling tussen de directeuren na de MBO duidelijk. Dit leidt tot een scheiding tussen operationele verantwoordelijkheden, centrale besturing en beleidsvraagstukken. Achtereenvolgens komen die in onderstaande schema's aan de orde. De grijsgekleurde onderdelen uit de organigrammen uit fig 16, 17 en 18 zijn functies die in vergelijking met de organisatie

voor de MBO geheel nieuw dan wel aanzienlijk veranderd zijn. In deze paragraaf zullen wij die bespreken



Figuur 16: De topstructuur na de MBO

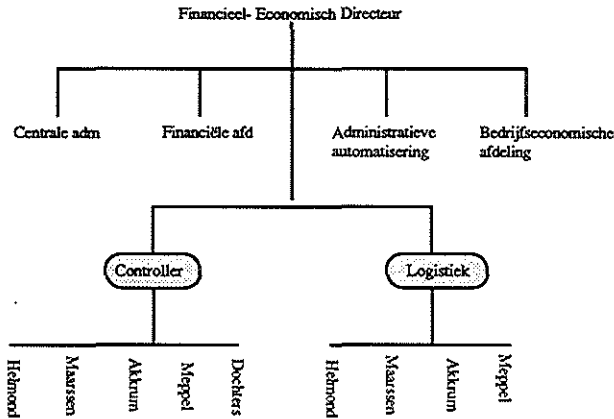


Figuur 17: De organisatie onder de operationeel directeur

In de nieuwe topstructuur wordt een managementteam geformeerd. De operationeel directeur besteedt het leeuwendeel van zijn tijd aan productie en verkoop. Samen met de algemeen directeur is hij verantwoordelijk voor een optimale afstemming tussen marketing en verkoop, alsmede tussen research en productie. De operationeel directeur heeft niet de directe leiding over de fabrieken en de verkoop in de regio's, maar beschikt daarvoor over een algemeen bedrijfsleider en twee regionale verkoopleiders (zie figuur 17). Aan de verkoopleiders rapporteren de specialisten (wederverkopers) uit de buitendienst. De afdeling technologie verleent assistentie aan de fabrieken op het terrein van technologisch onderzoek waarvan de resultaten ten behoeve van de productie komen.

De Financieel-economisch directeur is verantwoordelijk voor de centrale controle op het

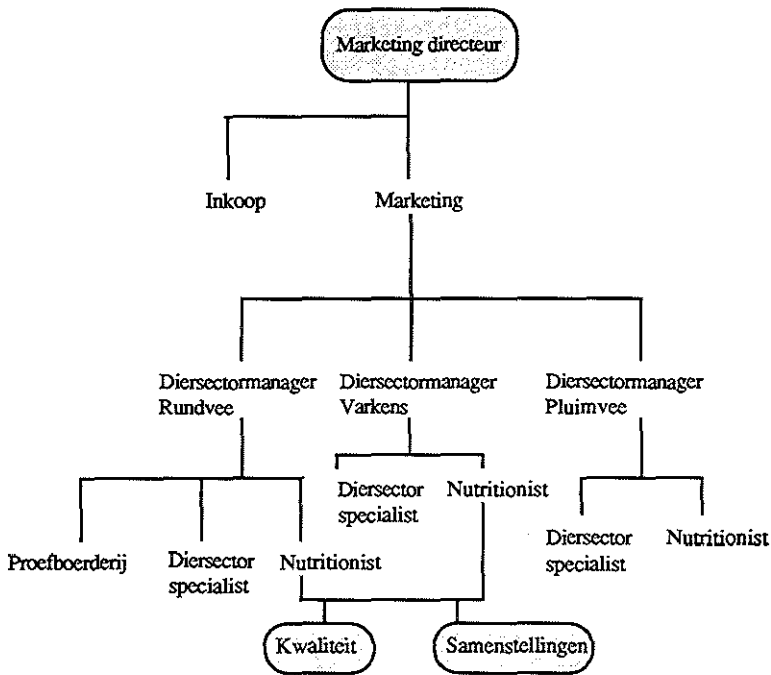
financiële beleid. Om deze taak goed uit te kunnen voeren beschikt hij over een controller en een functionaris logistiek. Dit houdt in dat vanuit één punt voor het gehele bedrijf de resultaatbewaking van alle fabrieken plaatsvindt en tevens de 'drive' voor efficiëntieverbetering wordt gestimuleerd. Hieronder volgt een schematisch overzicht van de functies die onder deze directeur vallen.



Figuur 18: De organisatie onder de financieel-economisch directeur

De algemeen directeur zal door zijn bemoeienissen met de afdeling marketing, research en management development een belangrijk deel van zijn tijd wijden aan de ontwikkeling van beleid. Daarnaast vragen de inkoopactiviteiten substantieel zijn aandacht gezien de grote invloed van deze afdeling op de resultaten van het bedrijf.

Verder resorteren onder de marketing voor de sectoren rundvee, varkens en pluimvee kleine groepen bestaande uit diersectormanagers, diersectorspecialisten (=dierenartsen) en nutritionisten. Deze groepen zijn specialist op hun vakgebied en volledig verantwoordelijk voor het product dat op de markt komt zowel qua prijs als kwaliteit. De binding tussen marketing en productie loopt via het diersectoroverleg. Hierin zijn vertegenwoordigd de diersectormanager, de nutritionist, de diersectorspecialist en de algemene bedrijfsleider. De afdeling kwaliteit voert voornamelijk via het laboratorium kwaliteitscontroles uit en valt onder de nutritionist rundvee. De afdeling samenstellingen (voor alle diergroepen) bevindt zich onder de nutritionist varkens. De laatstgenoemde twee afdelingen zijn als het ware om de desbetreffende specialisten gebouwd vanwege de kwaliteiten van de betreffende voedingsexperts.



Figuur 19: De organisatie onder de algemeen directeur

Uit de hiernavolgende inventarisatie blijkt dat UTD terug moest naar een bedrijf waar *direct* gewerkt wordt. Tijdens de Unilever-periode kon "veel". Men kreeg opleidingen op het terrein van "overhead value analysis", "linking pin structuren", etc. Men vergaderde veel en de opleidingen waren lang niet zo gericht als na de verzelfstandiging. Eenmaal op eigen benen blijkt dat sommige dingen in de productie, bijvoorbeeld het malen ter verkrijging van een optimale korrelgrootte van sommige voeders, niet meer optimaal verliepen. Hieronder bespreken we kort de veranderingen die na de MBO plaatsvonden, waarbij wij aantekenen dat de zwakke punten door de MBO lang niet allemaal zijn weggewerkt.

Eenmaal doordrongen van het feit dat voortbestaan binnen Unilever niet langer mogelijk was en UTD niet verkocht kon worden aan een andere bedrijf, deed het besef bij alle betrokkenen groeien dat een 'struggle for live' was aangebroken. Het hogere personeel was niet meer vanzelfsprekend in dienst van Unilever maar zou bij een MBO overgaan naar het "kleine" UTD dat arm genoemd kan worden vergeleken bij het rijke Unileverbedrijf. Het bewustwordingsproces, dat men bij tegenvallende bedrijfsprestaties

zelf naar compensaties moest zoeken, leidde een nieuwe periode in het bestaan van het UTD-management en -personeel in. Men ging langzamerhand inzien dat vele activiteiten niet optimaal verliepen en dat men als gevolg hiervan de verliezen zelf moest zien te compenseren.

Eén van de zaken die in de organisatie van UTD na de MBO nadrukkelijk een nog zwaarder gewicht van het uitkopend management kreeg, was de relatie tussen klant en UTD. Doelbewust investeerde de leiding van het bedrijf meer dan voorheen in de wederverkopers die in diervoeders gespecialiseerd zijn en in de buitendienst (totaal ca.65 man). Om de beste wederverkopers aan UTD en haar produkten te binden, werd hun beloning anders opgebouwd namelijk een lagere vaste looncomponent en een hogere variabele looncomponent in vergelijking met de periode voor de MBO. Na de MBO is men de wederverkopers meer marktgericht, vanuit de boer denkend, gaan opleiden. Zo verwacht de boer dat de wederverkoper niet alleen een verkooppraatje kan houden, maar hem ook actief kan bijstaan bij de mestoverschotproblematiek en bedrijfseconomische analyses. De MBO heeft dit omscholingsproces versneld. Kernpunt voor de directie en daarmee voor wederverkopers is, dat UTD-produkten een hogere toegevoegde waarde moeten opleveren dan voorheen. Er moeten meer produkten in het assortiment komen die daar voor gaan zorgen.

Ook de nutritionisten zijn in de organisatie na 1986 belangrijker geworden en onderhouden via de algemeen bedrijfsleider rechtstreeks contact met de productie. Zij vormen een belangrijke schakel in de strategie van het bedrijf om adequaat op veranderingen in de markt in te spelen die onder meer door de afdeling marketing en de verkopers (buitendienst) gesignaleerd worden, door de samenstelling van het mengvoeder zodanig af te stemmen op de veranderende eisen van de afnemers dat èn voor UTD èn voor de afnemers een optimaal resultaat wordt bereikt. Met het oog hierop zijn onder de nutritionisten meer op projectmatige dan op hiërarchische basis de afdelingen kwaliteit en samenstellingen geplaatst.

Na de MBO is de organisatie vanwege de vele doublures in staffuncties als gevolg van de gedecentraliseerde regio-structuur meer gaan centraliseren en wordt de noodzakelijkheid van een staffunctie meer dan voorheen apart onder de loupe genomen. Er vond een herverdeling van staftaken tussen regio en centrale organisatie plaats. Eén regio (Midden) werd opgeheven. De regio-directeuren zijn vervangen door een operationeel directeur die tevens deel uitmaakt van het topmanagementteam. Via de functie van algemeen bedrijfsleider rapporteren de bedrijfsleiders van de fabrieken direct aan hem. Dit is een nieuwe functie die na de MBO is ontstaan. Oorspronkelijk zou de operationeel directeur zowel de productie als de verkoop onder zijn hoede nemen. Echter de *span of control* bleek voor de operationeel directeur te groot. Productie en verkoop zijn twee verschillende dingen en moeilijk te combineren in één persoon die meer op de verkoop dan de productie is georiënteerd. Vandaar dat er tussen de fabrieken en deze directeur een

functie van algemeen bedrijfsleider is gecreëerd om de binding tussen productie en verkoop te waarborgen. De verkoper verkoopt rechtstreeks uit de fabriek en kan in deze opzet direct klagen als de kwaliteit niet goed is. De rapportage en budgettering is vergeleken met de periode voor de MBO gelijk gebleven.

Vergeleken met de algemeen directeur en de operationeel directeur is de functie van financieel-economisch directeur ook zwaarder geworden (zie figuur 18). Alle verantwoordelijkheid voor financiering en controle liggen na de MBO bij de directeur. Zo is hij verantwoordelijk voor de 'deals' met de banken (lenen en uitzetten van gelden), het afsluiten van verzekeringscontracten, de pensioenen en valuta-zaken, waarvoor vroeger Unilever-functionarissen zorgden. Verder komt de verzwaren van de functie vooral tot uiting in de aparte plaatsen die voor de controlling- en voor de logistieke functie zijn gecreëerd. In zekere zin is de controllingfunctie voor UTD een nieuwe zelfstandige functie te noemen. Dit geldt zeker voor de logistieke functie. Voor een bedrijf als UTD, waar de aanvoer van grondstoffen (zo'n 75 verschillende ingrediënten kunnen in het mengvoeder zitten) een waarde vertegenwoordigt van ca. f 400 mln per jaar, vormt dit beslist geen overbodige luxe. Immers het is van bedrijfseconomisch belang dat de voorraadtermijn kort blijft.

De fabrieksautomatisering is afgesplitst van de centraal opgestelde afdeling administratieve automatisering en onder de verantwoording van de bedrijfsleiders van de fabrieken geplaatst.

Na de MBO is er een *andere manier* van werken ontstaan. De besluitvorming gaat sneller. Niet alleen zijn in het operationele vlak de beslissingslijnen korter, ook op het strategische vlak verloopt de besluitvorming sneller zo niet beter. De overname van Steenberg en Van Brink was in drie weken rond en de overname van Stimulan verliep ook snel. In de Unilevertijd had dit volgens insiders meer tijd gevergd, hoewel UTD toentertijd in het geheel niet op overnames gericht was. Tot nu toe (1986-1989) is voor ca. f 25 miljoen geïnvesteerd en heeft men plannen, indien het eigen vermogen met 2 mln per jaar kan blijven groeien, de komende 5 jaar zo'n f 30 mln te besteden aan normale vervangingsinvestering en uitbreiding onder andere door overnames en gepaste diversificatie. Daarvoor hoeft men niet naar de beurs. Investeringsvoorstellen worden nu aan een eigen Raad van Commissarissen voorgelegd, er is geen formeel overleg met Unilever meer nodig, dat bespaart veel tijd. Een eigen Raad van Bestuur toetst marginaal de plannen, niet meer de functionele specialisten van het UL hoofdkantoor.

De organisatie is compacter geworden, er is drastisch gesneden in de *overhead*. De marketing onder de algemeen directeur is verbonden met de verkoop onder de operationeel directeur. De verkooptensen hebben een directe verbinding met de fabrieken en de verantwoordelijkheid voor het produkt dat op de markt komt ligt duidelijk bij de diersectormanager. Onder de verkoopleiding zijn jonge verkooptensen bij UTD aangetrokken die niet opgegroeid zijn in het bedrijf tegen de achtergrond van die historische band met Unilever. In zekere zin zijn zij agressiever en flexibeler en torsen

geen Unilever-verleden mee.

Verder werkt men voor de fabrieken aan het plan de medewerkers multi-inzetbaar te maken, waardoor er efficiënter gewerkt kan worden. Ook wil UTD van de bedrijfsleiding op de fabrieken all-round teams maken. Bij iedere bedrijfsleider met een agrarische achtergrond wordt een assistent-bedrijfsleider geplaatst met een electro-technische achtergrond en andersom bij een bedrijfsleider met een electro-technische achtergrond een assistent met een agrarische achtergrond.

UTD werkte voor de MBO wat we zouden kunnen noemen gemakzuchtiger dan erna! Dat was, eenmaal zelfstandig, niet lang vol te houden, omdat in de mengvoederbranche de prestaties van 1 kg voer per liter melk of per kg vlees nauwkeurig gemeten worden. De affiniteit met het agrarisch klimaat heeft een veel belangrijkere plaats ingenomen. Dat valt met name te merken aan het selectie-en beloningsbeleid, het opleidingsbeleid, de overlegstructuren en de strategische posities van sleutelfunctionarissen uit het tweede echelon binnen de organisatie, die allen in overleg met de directie doelstellingen zijn overeengekomen waaraan men zich dient te houden. Voor de sleutelfunctionarissen uit het eerste echelon, bestaande uit managers van de afdelingen inkoop, marketing, personeelszaken en managementdevelopment, de algemeen bedrijfsleider, de regionale verkoopleiders, de financiële afdeling, informatiesysteemontwikkeling, de controller en de logistiek manager, gelden 'targets'. Voor de MBO waren die 'targets' voor de sleutelfunctionarissen een stuk minder goed zichtbaar en werden zij er minder op 'gemanaged'. Na de MBO wordt het 2e echelon management belangrijker. Hun taken worden qua inhoud geherformuleerd, hun verantwoordelijkheid groter.

Op technisch terrein in de productie heeft men een achterstand moeten wegwerken. Door onder andere de koppeling van productie, marketing en kwaliteit in het diersectoroverleg tracht men in de nieuwe organisatie een zodanige instelling bij het personeel te kweken dat de kwaliteit, service en kostenverlaging ten goede komt. Zo zal men niet snel overgaan op totale bulkverlading van alle gereede produkten in verband met de grootte en samenstelling van de korrel, maar slaat men sommige produkten liever op in kisten van 1000 kg ter waarborging van de kwaliteit, hetgeen grenzen stelt aan economische rationalisaties. Efficiëntie-verbetering mag niet ten koste gaan van voor UTD strategisch belangrijke produktkwaliteiten.

Bovenstaande constatering is ook bijzonder interessant tegen de achtergrond van de beoordeling van de technische prestaties van de geproduceerde voeders van UTD. Uiteindelijk gaat het toch om de waardering van de klant voor het produk.

Als we de gegevens over de produkttechnische prestaties van UTD vergelijken met die van het Landbouw Economisch Instituut (LEI), kan voor wat betreft de prestaties van het varkensvoeder uit tabel 3 geconcludeerd worden dat UTD na de MBO steeds minder varkensvoeder nodig heeft om 1 kilogram groei bij mestvarkens te realiseren.

LEI Varkensmesterij	'82	'83	'84	'85	'86	'87	
Gemiddeld aantal varkens	400.0	408.0	444.0	462.0	453.0	441.0	
Voeder per kilogram groei	3.24	3.21	3.14	3.12	3.06	3.04	
UTD Varkensmesterij	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88
Gemiddeld aantal varkens	490.0	485.0	510.0	458.0	486.0	396.0	399.0
Voeder per kilogram groei	3.03	3.06	3.00	3.04	3.06	3.04	3.01

Tabel 3: Prestatie varkensvoer bij mestvarkens

Uit tabel 4 blijkt dat ook bij de grootgebrachte biggen per worp en de grootgebrachte biggen per zeug betere technische prestaties met het voer in vergelijking tot die van het LEI worden bereikt. Vooral na de periode dat de uitkoop plaats vond, valt een opwaartse lijn te bespeuren.

LEI Varkensfokkerij	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88
Gemiddeld aanwezige zeugen	91.0	96.0	100.0	111.0	121.0	126.0	135.0
Grootgebrachte biggen/worp	8.5	8.5	8.6	8.7	8.7	8.8	8.9
Worpindeks	1.95	1.97	1.97	2.05	2.06	2.06	2.15
Grootgebrachte biggen/zeug	16.6	16.7	16.9	17.8	17.9	18.1	19.1
UTD Varkensfokkerij	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88
Gemiddeld aanwezige zeugen	102.0	111.0	114.0	120.0	121.0	131.0	131.0
Grootgebrachte biggen/worp	8.7	8.6	8.7	8.8	8.9	8.9	9.0
Worpindeks	2.04	2.06	2.11	2.13	2.15	2.17	2.20
Grootgebrachte biggen/zeug	17.7	17.8	18.3	18.7	19.1	19.4	19.8

Tabel 4: Prestaties varkensfokkerij

Samenvatting

In het algemeen is de MBO voor UTD een soort katalysator geweest van allerlei reeds in november 1980 in gang gezette processen⁵³. Door de MBO is één en ander in een stroomversnelling geraakt. De nutritionele kennis verschaft UTD een positie om veel

⁵³ Adviesaanvraag voor OR UTD, november 1980.

aandacht aan hoogwaardige voedersoorten te schenken; de voorsprong op de concurrentie met het voer voor rundvee valt voor een groot deel toe te schrijven aan de Unilever research; de begeleiding en voorlichting van de gebruikers is sterker geworden, er is sprake van een actieve marktwerking; betere affiniteit in de productie met de kwaliteit van de produkten; de relatief dure organisatie, die UTD net kan betalen en andere concurrenten niet, het bedrijf is gedwongen door te gaan met efficiëntie-verbeteringen en vergroting van de inzetbaarheid van het productiepersoneel; men is meer met de continuïteit van het bedrijf bezig dan vroeger en heeft daarbij duidelijker het lange termijn beleid voor ogen.

Hoewel het effect op de economische prestaties van de hierboven besproken maatregelen niet of nauwelijks aantoonbaar is, zijn er wel directe effecten te onderkennen. Deze direct waarneembare financiële effecten van de verzelfstandiging bij UTD zijn: een netto verlaging van de overhead met ca. f 2,5-f 3 mln (inclusief een halvering van de R/D). De overstap naar een twee-regio-structuur leverde ca. f 2,4 mln op. Daarnaast bedraagt de bezuiniging door productieafstoting en productie-efficiëntie ca. f 4 mln. De directe waarneembare financiële effecten van de reorganisatie komen daarmee op f 6,4 mln. Hoewel er tevens fiscale voordelen aan de verzelfstandiging verbonden kunnen zijn, laten wij deze buiten beschouwing.

5.3 Beloning

Na de MBO werd de algemene beloning in lijn gebracht met de voor de bedrijfstak geldende CAO. In salaris ging het zittende personeel er niet op achteruit maar de eerste jaren er zeker ook niet op vooruit. Op het salarisstrookje werd het loonbedrag gesplitst in het bedrag dat normaal was in de bedrijfstak aangevuld met een "persoonlijke toeslag" Deze "toeslag" bestond uit het verschil tussen het werkelijke loon (stammend uit de Unilevertijd) en het volgens de CAO verschuldigde loon en kon door de CAO-loonsverhogingen niet snel worden geëlimineerd, omdat de helft van de toegestane tussentijdse CAO-loonsverhogingen bij het zogenaamde CAO-loon werd geschreven! Op deze manier vonden noch loonsverlagingen noch loonsverhogingen plaats bij de start van de MBO en werd het loonverschil tussen CAO-niveau en Unilever-niveau kleiner. Deze afbouwregeling bracht en brengt nog spanningen mee, hoewel de maatregel wel geaccepteerd is door het personeel en de vakbonden en het verloop erdoor niet uitzonderlijk sterk werd beïnvloed. Het nieuw in dienst getreden personeel verdient wel minder dan de oude garde "Unilever" werknemers en dat geeft in de fabriek de complicatie dat verschil in beloning niet door verschil in werk verklaard kunnen worden. Doelbewust investeerde het bedrijf meer dan voorheen in de wederverkopers die in diervoeders gespecialiseerd zijn en in de buitendienst (totaal ca.65 man). Om de beste wederverkopers aan UTD en haar produkten te binden, werd hun beloning anders

opgebouwd namelijk een lagere vaste looncomponent en een hogere variabele looncomponent in vergelijking met de periode voor de MBO. Verder is men na de MBO de wederverkopers meer marktgericht, vanuit de boer denkend, gaan opleiden. Naast verkooptechniek komt meer accent te liggen op actief adviseren over de mestoverschotproblematiek en bedrijfseconomische problemen.

Een andere maatregel op het gebied van de beloning vormt de omzetting van de automatische 13e maand in een winstdelingsregeling. Deze regeling is voor iedereen gelijk, uitgezonderd de directie. De bedoeling is de extra verdiensten afhankelijk te stellen van de netto omzetgroei. In het onderstaand cijferoverzicht is de winstdeling afhankelijk van de winst voor belasting uitgedrukt in een % van de netto omzet. De regeling moet als volgt worden gelezen: de eerste kolom met percentages geeft de winst voor belasting aan uitgedrukt in een % van de netto omzet, de tweede kolom laat zien welk percentage van het salaris als winstdeling aan het personeel wordt uitgekeerd:

bij percentage tussen:	% uitgekeerd van het salaris:
0 - 1.0	4%
1 - 1.5	6%
1.5 - 2.0	8%
2 - 2.5	10%
> 2.5	12%

Het effect van de winstdelingsregeling op de motivatie van het personeel moet afgewacht worden. In 1987 werd 8% uitgekeerd. In 1988 daarentegen daalde het winstuitkeringspercentage naar 4% en in 1989 steeg het weer naar 6%.

In verband met het belastingtarief valt de directie buiten de winstdelingsregeling van het personeel. Zij stelt het op prijs dividend te ontvangen indien het gaat om substantiële bedragen. Hun winstdeling ziet er als volgt uit: bij 1,5 - 2,5% winst (uitgedrukt in % van de omzet) wordt f 20.000,- uitgekeerd en indien de winst groter is dan 2,5% f 40.000,-. Met andere woorden de winst moet substantieel zijn, wil het management van de regeling profijt hebben.

Het aandelenkapitaal bestaat zoals gesteld in de paragraaf over de uitkoopprijs uit 150.000 gecertificeerde aandelen van f 100,- nominaal, waarvan 70% wordt gehouden door de huidige directie en 30% door het personeel dat in verband met de verzelfstandiging hiervoor in aanmerking kwam. Aangezien het financieel beleid van UTD erop gericht is om het eigen vermogen de eerste jaren zoveel mogelijk te versterken door winsten toe te voegen aan de algemene reserves, is aan het personeel over de jaren 1987 en 1988 op grond van hun aandelenbezit geen dividend uitgekeerd. In de jaren 1989 en 1990 is per aandeel van f 100,- nominaal, f 3,- respectievelijk f 4,25 uitgekeerd.

Onderling wordt er op een heel laag pitje in de certificaten van aandelen UTD gehandeld. Voor ca. 60% van de nominale waarde gaan ze van de hand, terwijl zij voor het symbolische bedrag van f 1,- aan het personeel zijn verkocht.

Via besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders kan de directie de vergoeding voor participatie in aandelenkapitaal van UTD ter zijner tijd incasseren via dividenduitkeringen. Aangezien ieder individueel een hoog bedrag op tafel heeft moeten leggen voor de aankoop van het bedrijf, zal elk directielid nu en in de toekomst met handen en voeten aan de onderneming verbonden zijn. Elk directielid mag na verloop van een bepaalde termijn zijn aandeel in het eigen vermogen vrij verhandelen op voorwaarde dat men de aanbiedingsplicht aan de overige directieleden in acht neemt (zie paragraaf 2).

6. Conclusie

De toetsing bevestigt het associatief verband tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties. Uit de toetsing in deze case-studie leiden we af, om in termen van Rappaport (1988, p.87) te spreken, dat als gevolg van de MBO bij UTD de principiële samenhang tussen ondernemingsdoel, exploitatie-, investerings- en financieringsbeslissingen duidelijk herkenbaar is voor alle interne en externe participanten.

De case-studie beschrijft uiteenlopende beslissingen betreffende de exploitatie en de investeringen. Als voorbeelden van exploitatiebeslissingen noemen wij de invoering van functies voor de controlling- en logistieke taken, de keuze van het assortiment, de prijsstelling, de verkoopbevordering en service aan afnemers. Investeringsbeslissingen komen tot uiting inzake de vermindering respectievelijk uitbreiding (herallocatie) van de capaciteit en de verkleining van het werkkapitaal. Deze beslissingen waren niet genomen zonder de MBO en vergen de nodige aanpassingen van de organisatiestructuur.

De gevolgen van de bij de MBO genomen financieringsbeslissing komen door de substantiële bijdrage in het eigen vermogen van het bedrijf voor het overgrote deel (70% van de aandelen) voor rekening en risico van het management. Hoewel in mindere mate, geldt dit ook voor het personeel, dat via een Stichting 30% van de aandelen UTD bezit. Omdat het topmanagement zelf financiële risico's loopt en in zekere zin ook het betrokken personeel, vergroot dit bij hen de betrokkenheid bij de genoemde exploitatie- en investeringsprocessen.

Door de reorganisatie voorafgaand aan de MBO is de UTD op een concurrerend kostenpeil gebracht, echter het op gang gebrachte bewustwordingsproces na de MBO dat men zelfstandig moet 'overleven' schept de nodige prikkels om ook op kostenniveau concurrerend te blijven. Dit komt onder meer tot uiting in een flexibele opstelling jegens de bedrijfsvoering en het ondernemingsbeleid. Typerend zijn een sterke toename van delegatie van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden naar het middenkader met directe terugkoppeling van informatie over de prestaties tussen hen en de sleutelfunctionarissen. Dit doet zich voor in de gehele organisatie, van de afdeling inkoop, marketing, personeelszaken en management development, de operationele bedrijfsvoering, de regionale verkoopleiders tot en met de afdeling administratie en

financiën. Verder is er meer aandacht voor de informatiesysteemontwikkeling, de multi-inzetbaarheid van personeel en allround managementteams in de fabrieken, etc. Daarnaast valt een snelle beleidsbepaling en uitvoering op; korte beslislijnen tussen marketing, verkoop en productie met een duidelijk herkenbare verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van de mengvoeders bij de diersectormanagers.

De besproken maatregelen illustreren de dynamiek in de organisatiestructuur na de MBO als een systeem van afspraken over verplichtingen en bevoegdheden tussen individuen en afdelingen, teneinde de voortgang van het primaire proces, in dit geval de productie van mengvoeders, zo gestroomlijnd mogelijk te laten verlopen.

De verbeterde economische prestaties van het bedrijf na de MBO overziend kunnen we stellen dat het bedrijf ten opzichte van de branche een positieve ontwikkeling doormaakt. Hierbij is zij ten zeerste geholpen door de herallocatie van investeringsmiddelen en kostenbesparingen. Die hebben de basis voor de verdere verbeteringen gelegd. De verbeteringen zijn vooral na de MBO tot stand gebracht en hoewel over sommige veranderingen al ver voor de MBO zijn besproken, is de veranderbereidheid nadat het bedrijf op eigen benen komt te staan, bij het management en personeel sterk verbeterd.

III. De Management Buy-Out van drukkerij Boekhoven-Bosch b.v.

1. Inleiding

In deze case-studie beschrijven wij de MBO van drukkerij Boekhoven-Bosch b.v. De beschrijving concentreert zich op de aanleiding en de omstandigheden waaronder het drukkerijbedrijf uit het Elsevierconcern verzelfstandigde, op de vraag of het bedrijf na verzelfstandiging betere economische prestaties levert dan ervoor en indien dit zo is of dit veroorzaakt wordt door de toegenomen flexibiliteit naar binnen en naar buiten?

Evenals bij de vorige twee case-studies verzamelen we de gegevens over de economische prestaties *voor* en *na* de MBO uit het ondernemingsplan, de respectieve balansen en resultatenrekeningen, teneinde de vergelijking uit te voeren.

Na een beknopte vergelijking met de branche, beschrijven wij de veranderingen die als gevolg van de MBO in de strategie, de organisatie en in het beloningssysteem van het betrokken bedrijf zijn aangebracht. Wij trachten na te gaan welke karakteristieke maatregelen deze veranderingen typeren en of die belangrijk zijn in de verklaring voor de verbeterde economische prestaties van de geïnterviewden. Hiermee trachten we de verschillende typen flexibiliteit te beschrijven, namelijk de operationele, structurele en strategische flexibiliteit. Dit doen wij aan de hand van interviews met de algemeen directeur, de controller, de adjunct-directeur productie en verkoop, alsmede de voorzitter van de ondernemingsraad ten tijde van de afsplitsing en de bij de MBO betrokken financier. Door het afgesplitste bedrijf te onderzoeken op de met de veranderingen gepaard gaande maatregelen, toetsen wij de door ons gevonden significante associatie tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties na een MBO.

2. De historie

De huidige Utrechtse drukkerij Boekhoven-Bosch met circa 500 werknemers en een omzet in 1989 van 110 miljoen gulden is in 1969 ontstaan uit een fusie van twee bedrijven, te weten de in 1833 opgerichte elektrische drukkerij L.E. Bosch en de uit 1844 daterende stoomdrukkerij J. van Boekhoven. In 1973 nam de Nederlandse Dagblad Unie, uitgever van dagbladen, ter versterking van haar belang in de drukkerijen, het bedrijf Boekhoven-Bosch van de toenmalige eigenaren over. Daarnaast kocht zij ook de drukkerijen Vlasveld in Rotterdam en Henkes Senefelder in Purmerend. In 1979 fuseerde de NDU met Elsevier die eveneens over enkele drukkerijen beschikte. Elseviers drukkerijen Boom-Ruygrok in Haarlem, Misset in Doetinchem en Krips-Repro in Meppel werden samen met de drukkerijen van de NDU ondergebracht in één grafische divisie. Al spoedig werd duidelijk dat het nieuwe concern Elsevier-NDU over meer drukcapaciteit

beschikte dan nodig was. In het jaarverslag over 1979 werd reeds gesproken van een technische overcapaciteit en over herstructurering, hoewel het in de bedoeling heeft gelegen de drukkerijen bij het drukken van de kranten te betrekken. Mede hieruit bleek dat de grafische divisie het door Elsevier-NDU vereiste rendement op het geïnvesteerde vermogen van 14% niet kon halen. Een rendement dat de directie van het concern noodzakelijk achtte om de concurrentiestrijd met andere uitgevers zoals het Amerikaanse McGraw-Hill aan te kunnen. De 3-5% rendement op het geïnvesteerde vermogen van de drukkerijen werd hiervoor ontoereikend geacht.

Een verschil in bedrijfsfilosofie tussen de topmanagers van Elsevier en NDU stond aan de basis van deze herstructurering. Voor het Elsevier topmanagement verrichtten de drukkerijen een activiteit die bij het uitgeven hoort, maar die net zo goed kon worden uitbesteed, terwijl voor de NDU topmanagers het drukken een doel op zich zelf was. Uiteindelijk gaf de doorslag dat het economisch gezien onjuist is om voortdurend geld te investeren in drukkerijen, terwijl dat geld elders in de sectoren van de kernactiviteiten zoals de wetenschappelijke uitgaven en databanken aanzienlijk meer rendement zou opleveren. Toch zou het nog tot 1984 duren voordat daadwerkelijk het concern besloot de drukkerij-tak af te stoten. Behoud ervan vergde investeringen die Elsevier-NDU niet wenste op te brengen in verband met de te geringe rendementen. Ook de eventuele liquidatie die er op zou volgen als verkoop aan andere bedrijven niet zou lukken, wilde het concern eveneens te allen tijde vermijden, omdat sluiting het bedrijf naast een slechte pers ook veel geld zou gaan kosten door afvloeiingsregelingen. Geen investeringen, en wat later zou blijken geen verkoop aan 'corporate buyers', en ook geen liquidatie, hield als vanzelfsprekend in afstoten van de niet tot de kernactiviteiten behorende bedrijven aan andere gegadigden, zoals het zittende dochtermanagement al of niet gezamenlijk met één of meer beleggingsmaatschappijen.

In 1984 werd eerst het verliesgevende drukkerij-bedrijf Boom-Ruygrok (100 werknemers) via een investors buy-out (IBO) verzelfstandigd, gevolgd door de eveneens allerminst bedrijfseconomische gezonde drukkerijen Henkes-Senefelder (265 werknemers) in 1985 en Vlasveld in 1986 (180 werknemers). De twee laatstgenoemde bedrijven werden door middel van een management buy-out (MBO) verzelfstandigd. Op dezelfde wijze trad per 1 januari 1986 handelsdrukkerij-afdeling Van Poll uit Roosendaal uit het concern. De andere drukkerijen uit Elsevier werden voorlopig niet verzelfstandigd. Krips Repro (Meppel) werd onderdeel van de wetenschappelijke divisie. Het bedrijf behoorde tot de kernactiviteit wetenschappelijke uitgaven van het concern. In Misset Grafische bedrijven (Doetinchem met 420 werknemers) werd in tegenstelling tot de andere drukkerijen wel geïnvesteerd (f 40 miljoen), zodat in dat geval alleen op straffe van een behoorlijk boekverlies voor het concern de kapitaalintensieve activiteiten konden worden afgestoten. In 1989 kreeg de afstoting van dit bedrijfsonderdeel toch zijn beslag in de vorm van een fusie met het inmiddels na de MBO winstgevend geworden Henkes Senefelder.

In 1985 ging de leiding van het wel winstgevende Boekhoven-Bosch (490 werknemers) er nog vanuit dat het de concerndrukkerij zou worden. Toch liep het anders. Het rendement van het concern moest omhoog en omdat te bereiken ging het concern door de investeringsbasis in de drukkerijen verder te verlagen. Hierdoor gaat het rendement als percentage van het geïnvesteerde vermogen voor het concern automatisch op de korte termijn omhoog. De uitgeverijen beschikken in tegenstelling tot de drukkerijen niet over veel vaste activa.

In augustus 1987 werd definitief duidelijk dat drukken voor Elsevier geen kernactiviteit is en dat in alle toekomstige scenario's van Elsevier het produceren van drukwerk tot nul wordt gereduceerd. Aangezien het voor een drukkerij van levensbelang is om greep te krijgen op drukorders zijn verbindingen met uitgevers voor Boekhoven-Bosch van eminent belang. Deze verbindingen echter stond Elsevier absoluut niet toe. In oktober 1987 werd Boekhoven-Bosch verzelfstandigd via een MBO, nadat de pogingen van de grootste drukkerij ter wereld, het Amerikaanse Donnelly, na anderhalf jaar onderhandelen op niets waren uitgelopen. Aanvankelijke zagen de Amerikanen in het ruim anderhalve eeuw oude en internationaal georiënteerde Boekhoven-Bosch een krachtig bruggehoofd voor de Europese markt. De directeur van de op te kopen onderneming zou vice-president Europa worden. Breekpunt vormde niet de prijs, maar de secundaire zaken die in contracten moesten worden vastgelegd. De onderhandelingen verliepen stroef omdat Donnelly in vergelijking tot de Elseviernorm (14%) een nog hoger rendementscriterium (18%) van het bedrijf eiste. Zo verlangde Donnelly dat Boekhoven-Bosch een meerjarencontract met de PTT zou regelen, waardoor het verzekerd zou zijn van het drukken van 11 miljoen telefoonboeken per jaar. Het meerjarencontract voor het drukken van de telefoonboeken had Boekhoven-Bosch echter niet zelf in de hand omdat de Staats Drukkerij (SDU) en de PTT hierin de belangrijkste partijen waren. Het drukt ongeveer 40% van die order in verband met de continuïteit in het drukken van de telefoonboeken die de PTT verlangde. Uiteindelijk werd er tussen de PTT en de voor Boekhoven-Bosch goedgezinde SDU een contract van zeven jaar afgesloten. Boekhoven-Bosch kreeg een groter aandeel in het drukken van die mammoetorder, omdat het alternatief voor SDU een nieuwe vestiging te openen veel duurder voor haar uitpakte dan de productiecapaciteit bij Boekhoven-Bosch uit te breiden. Omdat voor deze mammoetorder een speciale pers moest worden aangeschaft die een minimum afschrijvingstermijn van zeven jaren kende, vreesde Donnelly met de overcapaciteit te blijven zitten.

De onderhandelingen werden vooral vertraagd omdat in de loop van de tijd binnen de top van Donnelly onenigheid ontstond over de te volgen strategie om wel of niet in Europa te investeren. Het Amerikaanse bedrijf bezat geen realistische kijk op de Europese markt die uit kleine deelmarkten bestaat vanwege de verschillen in taal en cultuur. Verder wenste het volgens Amerikaanse gewoonten ieder detail van de overname in juridisch contracten vast te leggen. Al met al wekte dit bij de directie van Boekhoven-Bosch, die namens Elsevier het bedrijf moest verkopen, veel irritatie. Door het afspringen van de verkoop aan het Amerikaans drukkerijconcern werd het verzelfstandigingsproces via een MBO

bespoedigd.

3. De uitkoopprijs en uitgangspunten van de MBO

Bij de verzelfstandiging van Boekhoven-Bosch verwierf de directeur Van Ek 100% van de aandelen die hij voor het grootste deel onmiddellijk doorplaatste naar venture capital instellingen en een bevriende drukkerij, de SDU. De band met Elsevier werd volledig verbroken, hoewel anders dan bij de eerste drukkerijen die door middel van een IBO respectievelijk MBO uit het concern⁵⁴ waren uitgevaren. In tegenstelling tot de drukkerijen Boom-Ruygrok, Henkes Senefelder en Vlasveld waar via een *activa-passiva transactie* de bezittingen, vorderingen en schulden 'om niet' van de oude dochter b.v. naar de nieuwe b.v. overgeheveld werden, werd Boekhoven-Bosch via een *aandelentransactie*⁵⁵ verzelfstandigd. Bij de verzelfstandiging van de voornoemde drie drukkerijen kwamen de aandelen van die nieuwe b.v. geheel of gedeeltelijk in het bezit van een onafhankelijke stichting, met een bestuur dat door de leiding van de desbetreffende drukkerij werd aangezocht. Bij Vlasveld en Henkes Senefelder nemen de twee topmanagers deel, elk voor 20% in het eigen vermogen. Dit in tegenstelling tot Boom-Ruygrok. De resterende 60% behoren aan de Stichting, waarvan het bestuur door de directies is gekozen. Nadat de drie bedrijven gereorganiseerd en gemoderniseerd waren, werd op basis van de prognose van hun toekomstige resultaten door Elsevier voor de komende 5 jaar middelen ter dekking van de investeringsbehoefte ter beschikking gesteld. Alles dat de continuïteit maar kon bedreigen werd hierbij meegenomen. Terwijl daarnaast over een behoorlijke leencapaciteit beschikt kon worden. De activa (grond, gebouwen en machines) van drukkerij Boekhoven-Bosch werden niet 'om niet' weggeven zoals bij de hierboven genoemde drukkerijen, in ruil voor de ontheffing van de verantwoordelijkheid door de moeder.

Boekhoven-Bosch werd aan de directeur tegen dezelfde prijs verkocht als het Amerikaanse bedrijf Donnelly had moeten betalen. Als uitgangspunt voor de prijsbepaling diende de boekwaarde van de bedrijfsgebouwen, terreinen, machines, installaties en de technische en administratieve uitrusting zoals ten behoeve van de verkoop aan Donnelly in 1985 was overeengekomen. Bij de prijsbepaling is ook rekening gehouden met de rekening courantverhouding tussen moeder en dochter en de zeer recente investeringen in nieuwe machines. De koopprijs ad f 31,5 miljoen werd gedeeltelijk voldaan door een dividenduitkering van f 20 miljoen ineens aan Elsevier/NDU ten laste van de algemene reserves. De deelneming van de diverse partijen voor het overig te financieren bedrag zag er als volgt uit:

⁵⁴ De SDU nam het aandelenpakket van Elsevier pas over toen zij medio 1988 een zelfstandige N.V. werd.

⁵⁵ Bij een *aandelentransactie* worden de aandelen overgedragen aan de nieuwe eigenaar en gebeurt er met de onderneming als zodanig niets. De activa en passiva worden in zijn geheel overgenomen. In tegenstelling tot de *activa/passiva-transactie* waarbij de koper onderdelen hieruit selecteert en daarvoor aparte contracten afsluit. Wel veranderen de machtsverhoudingen als gevolg van de gewijzigde eigendomsstructuur, hoewel dit ook het geval is bij een *activa-passiva transactie*.

- 5% door de algemeen directeur van Boekhoven-Bosch, de heer J.C. van Ek;
- 5% door het personeel van Boekhoven-Bosch;
- 33,1% door de Nederlandse Participatie Maatschappij (NPM);
- 25,3% door de Amsterdamse Participatie Maatschappij (APM);
- 31,6% door de verzelfstandigde Staatsdrukkerij (SDU).

Voor de Raad van Commissarissen is één lid aangesteld op voordracht van de algemeen directeur, één namens de Nederlandse Participatie Maatschappij (NPM) en één namens de Amsterdamse Participatie Maatschappij (APM). De combinatie aandeelhouder/commissaris is in staat om zowel achteraf als tussentijds correcties aan te brengen op het beleid van de directie. Zij zijn actiever dan voor de MBO betrokken bij de voortgang van het bedrijf.

Na de MBO (eind 1987) is de verhouding eigen : vreemd vermogen 50%:50%. Eind 1989 geldt deze verhouding nog steeds. De MBO kan dus niet als een 'leveraged buy-out' worden aangemerkt, omdat er in dat geval sprake moet zijn van een 'uitmelken' van het kredietpotentieel.

Een volledige MBO, waarbij de algemeen directeur alle aandelen van het moederbedrijf Elsevier/NDU verwierf, is door de Raad van Commissarissen van het moederbedrijf afgestemd. Men achtte dit een té grote bevoordeling van één persoon.

Bij de onderhandelingen over de verkoopprijs werden door de uitkopend directeur de zekerheid bedongen dat gedurende een periode van tenminste tien jaar Boekhoven-Bosch het Elseviërs Magazine mocht drukken.

Door de SDU mede-aandeelhouder te maken van het bedrijf bood algemeen directeur Van Ek de SDU de gelegenheid de productiecapaciteit van de rotatiepersen bij Boekhoven-Bosch te benutten, zodat de SDU hierin geen hoge investering hoefde te doen. Er werd met de SDU een joint venture opgericht voor de vervaardiging van telefoonboeken.

4. De economische prestaties voor en na de MBO⁵⁶

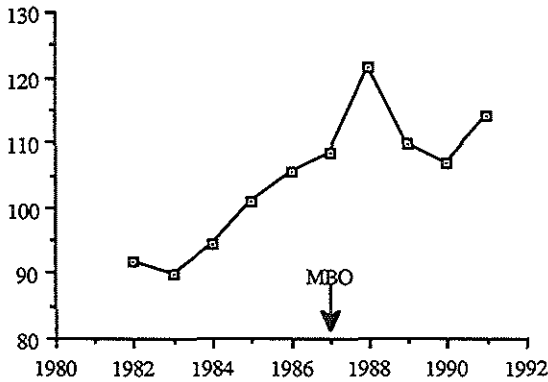
Hoewel uit de interviews met de financier is gebleken dat de doelen waarop de nieuwe externe aandeelhouders na de uitkoop mikten, namelijk een rendement van tenminste 15% van het werkzame vermogen of wel van het werkkapitaal (vaste + vlottende activa - crediteuren - voorzieningen - WIR-premie) en een exit na 4-5 jaar via SDU, niet zijn gehaald, gaan wij in deze paragraaf na of de onderneming na de MBO economische beter is gaan draaien vergeleken met de periode ervoor. Als prestatiemaatstaven hanteren wij omzet, toegevoegde waarde, winst voor belasting, investeringen en rendement op het totale geïnvesteerde vermogen respectievelijk het rendement op het eigen vermogen. Aangezien in deze branche relatief veel gegevens bekend zijn, hebben wij het nuttig geoordeeld om op basis hiervan een vergelijking met Boekhoven-Bosch te maken. Deze

⁵⁶ Bronnen: balans en resultatenrekeningen werkmaatschappij Van Boekhoven-Bosch uit de Elsevier/NDU periode 1982-1986 en de geconsolideerde balans en resultatenrekeningen na de MBO, periode 1987-1989.

vergelijking spitsen wij toe op personeelskosten, overige indirecte kosten en de bruto rendementen. Als bron hiervoor dienen de halfjaarlijkse economische nota's van de grafische bedrijfstak.

Omzet

De totale omzet van de branche (drukkerijen, repro- en zetterijen en binderijen), circa f 8,1 miljard, steeg zowel in 1988 als in 1989 met 5%. Dit percentage komt overeen met de omzetsijging van de drukkerijen, die gezamenlijk goed zijn voor 90% van de branche omzet, te weten circa f 7,3 miljard. De omzetsijging van 5% bij de drukkerijen in 1988 wordt door Boekhoven-Bosch ruimschoots overtroffen met een stijging van ruim 10% in 1988 ten opzichte van 1987, het jaar waarin het bedrijf op eigen benen komt te staan.



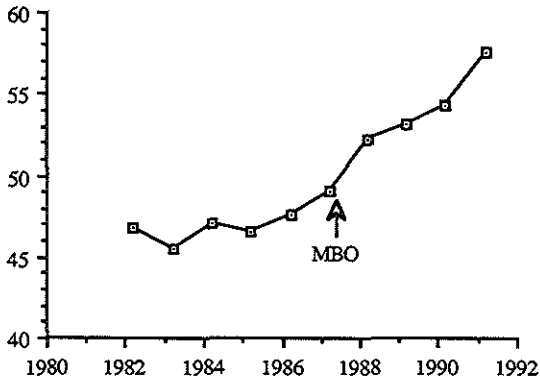
Figuur 1: De ontwikkeling van de omzet (x f mln)

Zoals uit figuur 1 valt op te maken daalt de omzet in 1989 met circa f 9,5 mln bijna naar het niveau van 1987. De oorzaak hiervan is gelegen in het feit dat het diepdrukdeel van de Veronicagids met ingang van 1989 niet meer in de omzet en de directe kosten zijn begrepen. De gehele Veronica-order is ondergebracht bij VOF Combiblad. Deze daling wordt om fiscale redenen doorgevoerd om de winst van het bedrijf te verbeteren. De omzetten van het bedrijf liggen na MBO op een hoger peil dan in de periode voor de verzelfstandiging.

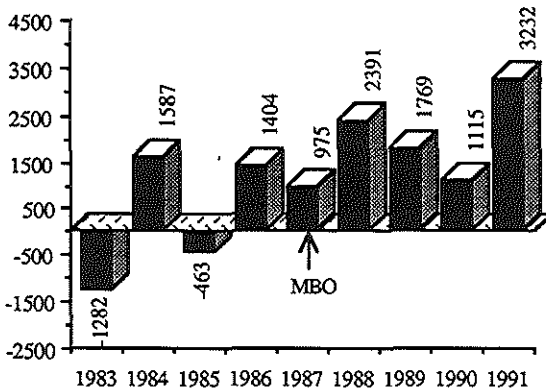
Toegevoegde waarde

Kijken we de naar de toegevoegde waarde (tw) in figuur 2 dan kunnen we constateren, dat ondanks de teruggelopen omzet in 1989 de toegevoegde waarde ten opzichte van 1988 met 3,5% is gestegen. De tw is gelijk aan de omzet excl. BTW minus direct aan de orders

toe terekenen kosten minus uitbesteed werk. In 1988 steeg de tw met 5% ten opzichte van 1987 en in 1991 zelfs met 6% vergeleken met het jaar ervoor.



Figuur 2: De ontwikkeling toegevoegde waarde (x f mln)



Figuur 3: Absolute veranderingen in de tw (x f 1000,=)

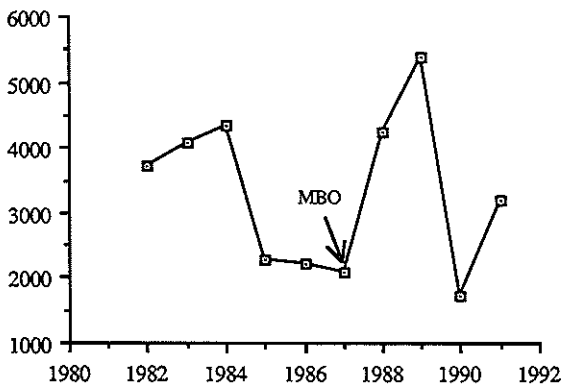
De up's en down's in de toegevoegde waarde, blijktens figuur 2 kenmerkend voor de periode voor de MBO, vinden voorzover wij dit kunnen beoordelen op grond van de gegevens uit de jaarverslagen 1987-1991 niet meer plaats na de MBO. In figuur 3 zien wij deze gunstige ontwikkeling afgebeeld aan de hand van de absolute veranderingen in de toegevoegde waarde na de MBO. Uit deze figuur kunnen wij concluderen dat de tw na de afsplitsing ieder jaar is toegenomen.

Winst

De ontwikkeling van de winst voor belasting wordt gemarkeerd door het jaar dat de MBO plaatsvond. Voor de MBO weet Boekhoven-Bosch weliswaar winstgevend te blijven, maar de cijfers in figuur 4 zijn na de verzelfstandiging als gunstiger te kwalificeren. Of de winst blijvend op een hoger niveau komt te liggen in vergelijking met de periode voor de MBO kan nog niet worden beweerd, daarvoor ontbreken de cijfers.

Het beeld ten aanzien van de netto winst vertoont eenzelfde patroon. Na 1987 zet een stijging in, die in 1989 niet afvlakt ondanks een daling van de gefactureerde omzet door de overheveling van genoemde order. Door een relatief sterke daling van de directe en indirecte kosten (personeels- en overige kosten) in 1989 ten opzichte van 1988 wordt de opgaande lijn ondanks de omzetsdaling vastgehouden. De scherpe daling in de directe kosten, niet voor de hand liggend bij vergroting van de omzet, is toe te schrijven aan het onderbrengen van de grote Veronica-order in een aparte vennootschap. Door deze ontwikkeling is het bedrijf goed in staat incidentele tegenvallers op te vangen. Een illustratie hiervan vormt de voorziening die moest worden opgenomen voor in de loop van 1989 gestarte uitgefactiveiten van Van Boekhoven-Bosch Uitgaven b.v., anders was de netto winst nog hoger uitgevallen.

Ten opzichte van 1986 (f 1.527.000,=) werd in 1987 (f 1.564.000,=) een lichte netto winststijging geboekt van 2%. In 1988, het eerste volle jaar van de verzelfstandigde onderneming, stijgt de winst met 75% ten opzichte van 1987 van f 1,5 mln naar f 2,8 mln en in 1989 behaalt Boekhoven-Bosch f 3,7 mln netto winst, wat ten opzichte van 1988 een verbetering inhoudt van bijna f 1 mln, ofwel 33%.

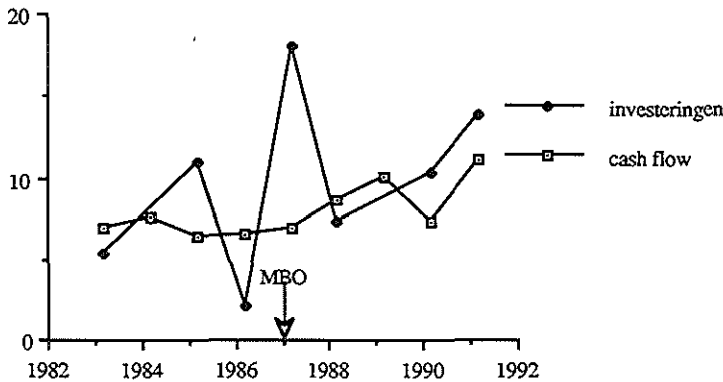


Figuur 4: De ontwikkeling van de winst voor belasting (x f 1000,-)

In 1990 ziet het management zich genoodzaakt de eigen uitgeefactiviteiten te beeindigen. Ten laste van het resultaat 1990 komen een reorganisatievoorziening en het exploitatieverlies van de desbetreffende activiteit. Dit wordt in zijn geheel in één keer afgeboekt. De netto winst blijft nog net in de zwarte cijfers (f 121.000,=). In 1991 herstelt Boekhoven-Bosch zich. Door het toenemend effect van de gedane investeringen op het resultaat, het stringent aanhouden van kostenreductieplannen en het wegvallen van de negatieve invloed op het resultaat van de uitgeefactiviteiten, komt de winst voor belasting in 1991 ongeveer uit op het niveau van 1989 (zie figuur 4). In ieder geval hoger dan een drietal jaren voor de afsplitsing uit het Elsevierconcern.

Investerings en cash flows

In de grafische branche gaan de investeringen al enige jaren de cash flow te boven, hetgeen er op duidt dat er fors wordt geïnvesteerd in vernieuwingen.



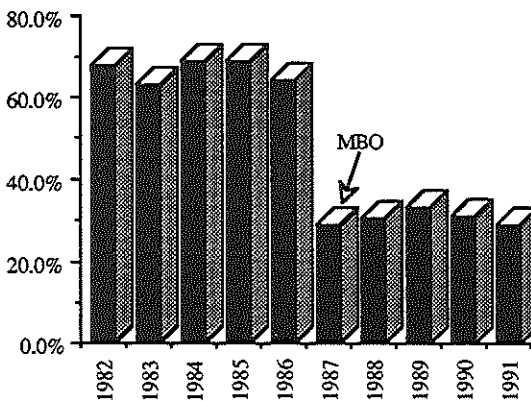
Figuur 5: De ontwikkeling cash flow en investeringen (x f mln)

Het patroon van de cash flows en investeringen bij Boekhoven-Bosch laat zien dat de investeringen in vaste activa vooral na de MBO de cash flow te boven gaan. In figuur 5 is deze *inhaalvraag* afgebeeld waaraan na de MBO duidelijk voorrang wordt gegeven. Vindt dit echter herhaaldelijk plaats dan heeft het in zijn algemeenheid negatieve gevolgen voor de solvabiliteit, die als gevolg van de financiering van de uitkoop al aanzienlijk geringer is geworden.

Uit figuur 6 kunnen wij afleiden dat tijdelijk de balans tussen eigen en vreemd vermogen is verstoord, ten nadele van het vermogen om aan de schulden op lange termijn te voldoen. Binnen twee jaar brengt de leiding de solvabiliteit echter weer op peil, doch de investeringsstrategie in moderne apparatuur die efficiëntie-voordelen in de productie dient te realiseren brengt de solvabiliteit weer omlaag. De investeringsprojecten hebben

betrekking op herbouw van een deel van de productie- en opslagruimten, de installatie van een 'dedicated' rotatiepers en uitbreiding van een garenloos-bindmachine. In 1988 wordt door de directie meegedeeld dat de lopende investeringsprojecten aan hun doelstellingen voldoen. Verder wordt er geïnvesteerd in plano persen en in een nieuwe pre-press aanpak. Voor een korte bespreking hiervan wordt verwezen naar 5.2 (zie maatregel 13).

De liquiditeit (current ratio) is na de MBO wel verminderd, maar nooit onder de kritische grens van 1 gedoken.

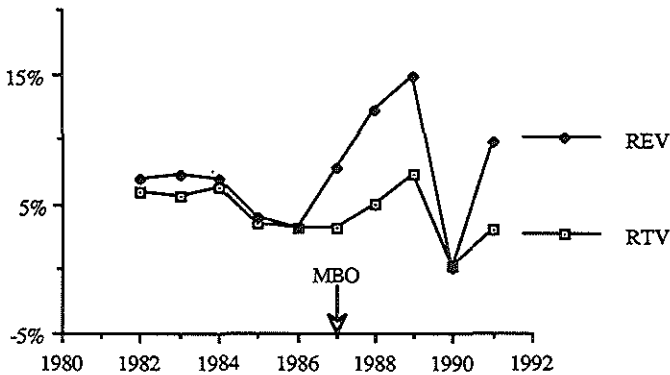


Figuur 6: Het eigen vermogen als % van het balanstotaal (solvabiliteit)

Na de verzelfstandiging van het bedrijf zijn zowel het rendement op het totaal geïnvesteerde vermogen als het rendement op het eigen vermogen relatief sterk gestegen. In ieder geval kan op grond van figuur 7 gesteld worden dat de rendementen op het totale en het eigen vermogen na de MBO sterk verbeterd zijn in vergelijking tot de periode waarin Boekhoven-Bosch nog werkmaatschappij was van Elsevier/NDU. Hoewel deze MBO niet als een schoolvoorbeeld van een 'leveraged buy-out' kan worden bestempeld, de ongeveer fifty-fifty verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen bij de afsplitsing blijft ongeveer ook na de MBO gelden, kan op grond van figuur 7 gemakkelijk het effect van de 'warme douche' voor de eigen vermogensverschaffers worden bespeurd.

Na de MBO vindt er een verschuiving in de vermogensverhoudingen plaats. Het relatief overvloedige eigen vermogen van voor de MBO wordt voor circa de helft vervangen door vreemd vermogen. Er wordt dus 'leverage' toegepast waardoor het voor de directie mogelijk werd om met behulp van een aantal beleggers het bedrijf van Elsevier te kopen. Het management en personeel als aandeelhouder en als deelgerechtigde in de uitkeerbare

winst, profiteert hier van mee. De koers van de aandelen loopt op in geval van hogere rendementen, hetgeen de verkoopwaarde van de aandelen ten goede komt. Bovendien dragen de hogere rendementen bij tot een hogere winstuitkering aan het personeel.



Figuur 7: Het rendement op het totale geïnvesteerde vermogen en op het eigen vermogen

Samengevat concluderen wij dat de omzet, de toegevoegde waarde, de winst voor belasting, de cash flow, de investeringen en de rendementen op het totale geïnvesteerde vermogen respectievelijk het eigen vermogen na de MBO verbeteren. Echter Boekhoven-Bosch lijkt te klein en daardoor te kwetsbaar om tegenvallers, zoals ervaren met de mislukte overname van een uitgeverij, zelf op te blijven vangen. Voor verdere informatie over de produkten raadplege men 5.2.

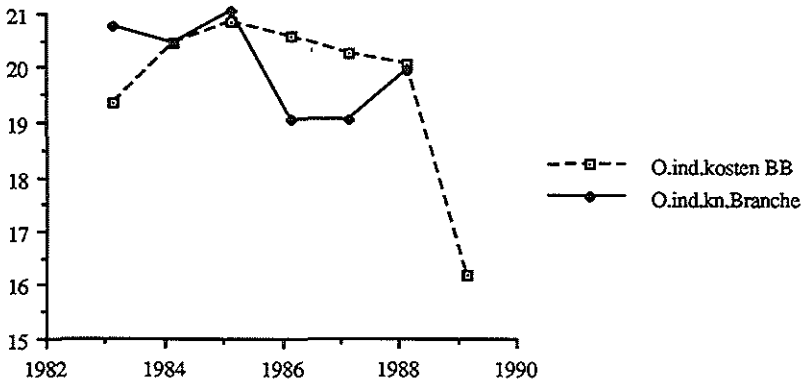
Hieronder gaan we na of Boekhoven-Bosch beter presteert dan het branchegemiddelde.

4.1 Branchevergelijking⁵⁷

Uit vergelijkingen tussen Boekhoven-Bosch en de branche-cijfers blijkt dat de onderneming na de MBO de weg naar betere economische prestaties heeft ingeslagen. De indirecte kosten zijn bijvoorbeeld een maatstaf om na te gaan hoe het is gesteld met de beheersing van een deel van de overhead. Zo gaat het % omlaag in geval er minder wordt uitbesteed en er dus meer eigen omzet wordt gemaakt. Ook wanneer de productie van een deel van de orders met anderen in een joint venture plaatsvindt, wordt een deel van de overige indirecte kosten afgewenteld. Daarnaast doet substitutie van orders met lage prijzen door orders met hoge prijzen het % dalen. Per saldo vinden wij het acceptabel dat met behulp van inzicht in dit kengetal een betere beheersing van de overige indirecte kosten door het management mag worden afgeleid. Op grond van figuur 8 menen wij te

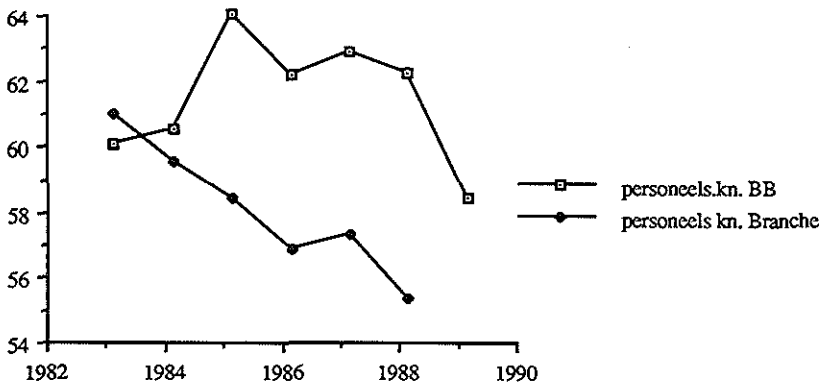
⁵⁷ Halfjaarlijkse economische nota's met betrekking tot de grafische bedrijfstak Koninklijk Verbond van Grafische Ondernemingen.

mogen concluderen dat Boekhoven-Bosch ten opzichte van de branche op dit punt van de vergelijking er gunstig afkomt, hoewel wij niet over de berekening van het branchecijfer over 1989 beschikken.



Figuur 8: Overige indirecte kosten als % van de tw

Op het zelfde vlak ligt de vergelijking met betrekking tot de personeelskosten uitgedrukt in een % van de toegevoegde waarde, de zogenaamde arbeidsquôtes. De arbeidsquôte ligt bij Boekhoven-Bosch hoger dan het gemiddelde van de branche, maar er is zoals figuur 9 laat zien een steeds sterkere daling te bespeuren na de MBO uit oktober 1987.



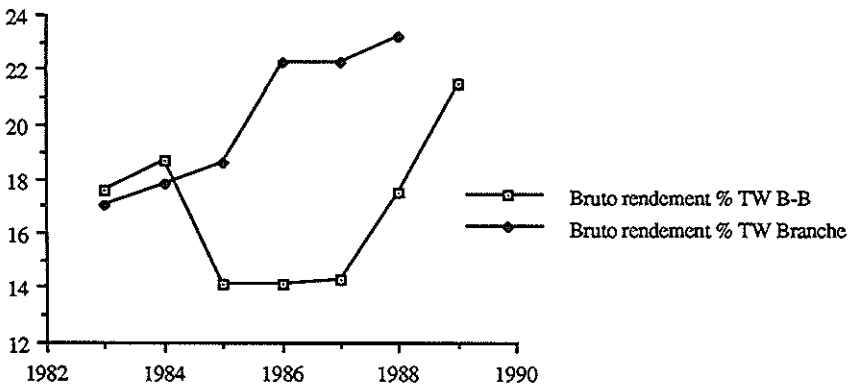
Figuur 9 Vergelijking personeelskosten als % tw Boekhoven-Bosch en de branche

Dit valt niet toe te schrijven aan het verloop onder het personeel na de MBO, omdat het aantal arbeidsplaatsen in totaal met acht is toegenomen. De hiervoor besproken stijging

van de toegevoegde waarde door omzetvergroting (minder uitbesteden) en kostenbeheersing lijken een plausibeler verklaring dan een vermindering van personeelskosten. Dit duidt op toegenomen produktiviteit van het personeel.

Tot dezelfde conclusie komen we indien de directe loonkosten voor en na de MBO als een % van de omzet worden berekend. Wij constateren dan dat het aandeel van het directe loon in de omzet daalt van gemiddeld 29% voor de MBO naar 27,5% erna. Dit duidt erop dat produktiviteit moet zijn toegenomen, ondanks het feit dat vanaf 1987 tot 1990 het personeelsbestand zelfs met 10 medewerkers is toegenomen.

Uit onderstaande vergelijking in figuur 10 tussen de bruto rendementen van Boekhoven-Bosch en die van de branche blijkt dat het bedrijf de "spurt" naar het branchegemiddelde van de bruto rendementen met succes heeft ingezet. Onder bruto rendement wordt verstaan het bedrijfsresultaat plus afschrijving uitgedrukt in een percentage van de toegevoegde waarde (tw). De tw is gelijk aan de omzet excl. BTW minus direct aan de orders toe te rekenen kosten minus uitbesteed werk. Het verschil tussen de branche en Boekhoven-Bosch van 8,2% in 1986 is teruggebracht naar 1,8% in 1989.



Figuur 10: Bruto rendement als % van de tw van Boekhoven-Bosch en de branche

Deze spurt is kenmerkend voor het bedrijf. Het is duidelijk met een inhaalrace bezig is. Naast het feit dat de winst is verbeterd, werkt het bedrijf aan verbreding van de assortimentsbasis en aan relaties met klanten waarin de kwaliteitbeheersing centraal staat.

Hoewel wij op grond van bovenstaande resultaatontwikkeling tot de conclusie komen dat het bedrijf na de MBO betere economische prestaties levert dan ervoor en de achterstand op de branchegemiddelden wordt ingelopen, zijn de nieuwe aandeelhouders echter (nog) niet tevreden. Het door hen gewenste rendementspercentage van tenminste 15% van het

werkzame vermogen (werkkapitaal) is alleen in 1989 en niet over de volle lengte van de investeringsperiode gerealiseerd. Ook de exit na vier à vijf jaar via de SDU, de tweede doelstelling van de externe aandeelhouders, blijkt door de grote verschillen tussen de 'ambtelijke' SDU en het 'commerciële' Boekhoven-Bosch niet eenvoudig te realiseren (Zie: Het Financieele Dagblad dd. 4-6-'91).

Zoals wij in de volgende paragraaf uiteenzetten staat een groot deel van de veranderingen in de strategie en de bedrijfsvoering in het teken van de technologische vernieuwing, waarvoor na de MBO groen licht is gegeven door de nieuwe aandeelhouders. De MBO heeft een stroomversnelling veroorzaakt in het aanpassingsproces dat het bedrijf doormaakt om zelf zijn eigen boontjes te kunnen doppen. Afgaande op de vergelijking met de branche kunnen wij stellen dat deze ontwikkeling op tijd kwam. Of door deze aanpassingen de flexibiliteit naar buiten en naar binnen toeneemt en daarmee een positieve bijdrage levert aan de verbeterde economische prestaties, bespreken wij in de aansluitende paragraaf.

5. Vergroting van de flexibiliteit naar buiten en naar binnen

Hieronder schetsen wij in het kort eerst de marktsegmenten, de technische ontwikkeling en de kansen en bedreigingen in deze branche, teneinde een goed beeld te kunnen vormen van de maatregelen die na de MBO genomen zijn om de flexibiliteit naar buiten en naar binnen te vergroten. Achtereenvolgens gaan wij nader in op de strategie en de marktgerichtheid van dit bedrijf, de aanpassingen in de organisatiestructuur, de uitvoering en in de beloning.

5.1 De strategische flexibiliteit

De grafische industrie

Achter de vraag naar drukwerk schuilt een onbestendig complex van factoren zoals de bedrijvigheid elders, het gedrag van de consumenten en adverteerders en de allocatie van reclamegelden over de verschillende media. Dit heeft tot gevolg dat de omzet in de grafische industrie sterk afhankelijk is van de ontwikkelingen in de andere bedrijfstakken en dus uiteindelijk een conjunctuurgevoelig karakter heeft. In geval van een aantrekkende economie kan dat gunstig genoemd worden, maar in tijden van recessie wordt de grafische industrie mee het dal in getrokken. Bovendien geldt sterk in deze bedrijfstak het zogenaamde "me too" effect. Dit houdt in dat in geval bedrijf A een pers koopt bedrijf B dit ook doet, met als gevolg overcapaciteit.

De grafische productie kan worden verdeeld in een drietal marktsegmenten⁵⁸:

- de consumentenmarkt waar culturele producten worden vervaardigd als dag- en

⁵⁸ Bron: Rabobank-Nederland, Visie op Grafische Industrie.

nieuwsbladen, tijdschriften en boeken; de vraag naar deze produkten wordt door consumenten uitgeoefend en is daarom afhankelijk van het besteedbaar inkomen;

- de institutionele markt als jaarverslagen, reclame- en verpakkingsdrukwerk; deze produkten worden vervaardigd in opdracht van bedrijven, zodat ontwikkelingen in het bedrijfsleven voor de afzet ervan sterk bepalend zijn;
- de markt voor overige produkten en diensten zoals cheques en waardepapier, prentbriefkaarten, cartografisch werk, correspondentie papier etc; dit segment is het minst afhankelijk van ontwikkelingen elders.

Tussen deze markten doen zich verschuivingen voor. Zo groeit de institutionele markt ten koste van met name de consumentenmarkt. Voorbeelden van dergelijke verschuivingen vormen de afzet van boeken, die namelijk sterk is achtergebleven bij die van de overige grafische produkten. Een ander voorbeeld van een verschuiving is dat bedrijven hun reclamedrukwerk steeds meer via direct mail, reclamedrukwerk en folders verspreiden en relatief minder adverteren in dag- en nieuwsbladen en tijdschriften.

De grootste groeier is het reclamedrukwerk zoals folders (rechtstreekse reclame als brievenbusreclame groeit per jaar ongeveer met 20%). In 1976 werd 29% van de reclamegelden van het bedrijfsleven aan dit medium besteed en in 1986 42%. Deze ontwikkeling is gunstig voor de omzet van de drukkerijen en werkt niet negatief uit op die van de uitgeverijen, omdat reclamedrukwerk via advertenties ondersteund wordt. De persreclame (via uitgevers), een belangrijke bron van inkomsten, blijft in groei hierbij ver achter (jaarlijkse groei circa 6%). In totaal maken persreclame en rechtstreekse reclame ongeveer 89% uit van de totale markt voor reclamebestedingen. Enerzijds verwachten branchekenners dat door uitbreiding van de tijd op televisie en radio voor het uitzenden van reclameboodschappen, nu zo'n 11 % uitmakend van de markt voor reclamebestedingen, de groei van de pers- en rechtstreekse reclame verder onder druk zal komen te staan en zowel op de omzet van de drukkerijen als de uitgeverijen negatief zal uitwerken. Aan de andere kant wordt het voor fabrikanten steeds moeilijker om de gewenste doelgroep te bereiken, omdat de televisiekijker in steeds toenemende mate van zender kan wisselen. Hierdoor zal direct mail aan belang blijven winnen, vooral als de fabrikanten een bepaalde consument wenst te bereiken en daarvoor een 1 op 1 benadering kiezen.

De technische ontwikkeling

De grafische bedrijven worden niet alleen door de conjunctuur beïnvloed, ook de technische ontwikkeling doet zich gelden. Grafische bedrijven hebben met name in apparatuur geïnvesteerd die gebruikt wordt bij de voorbereiding van het drukwerk. Twaalf jaar geleden heeft de overschakeling van loodzetten naar fotozetten plaatsgehad,

hetgeen nu alweer wordt vervangen door zettechnieken met behulp van desktop publishing. Door toenemende automatisering wordt de vervaardigingstijd van drukvormen steeds korter. Aangezien het drukproces zelf en de afwerking van drukwerk al vergaand geautomatiseerd zijn, leidt dit uiteindelijk tot een steeds snellere aflevering van het grafische produkt.

Daarnaast wordt verkorting van de leveringstijd mogelijk gemaakt, door de op ruime schaal ingevoerde, numeriek bestuurdde apparatuur in drukkerij en binderij. Korte omsteltijden voor periodieken die in het Nederlandse taalgebied doorgaans een oplage van kleiner dan 100.000 stuks hebben en een hogere gemiddelde produktiesnelheid, vormen de belangrijkste voordelen van deze ontwikkeling. Voor grafische bedrijven die niet op voorraad produceren maar op bestelling, betekent automatisering een 'must', die de werkdruk aanzienlijk kan verlichten.

Een andere ontwikkeling valt waar te nemen bij de drukprocédés. Steeds meer dagbladen worden in vlakdruk gedrukt in plaats van hoogdruk, omdat daarbij het mogelijk is kleurgebruik te intensiveren. Voor het bedrukken van verpakkingen wordt steeds meer gebruik gemaakt van flexodruk, een bijzondere vorm van hoogdruk. Diepdruk, vooral gebruikt bij het drukken van periodieken en handelsdrukwerk in grote oplagen, (bijvoorbeeld de katalogi van Ikea, Wehkamp, Libelle, oplage circa 3 à 4 miljoen), verliest aan betekenis doordat dit procedé slechts rendabel is bij grote oplagen en ook omdat het vervaardigen van drukvormen voor deze techniek relatief veel tijd vraagt. Hierdoor worden snelle levertijden onmogelijk. De technologische ontwikkelingen gaan snel zodat in relatief korte tijd de investeringen terugverdiend moeten worden.

Nog een andere ontwikkeling die wij hier signaleren is dat grafische activiteiten in het segment kleine oplagen in toenemende mate uitgevoerd worden door andere, niet grafische bedrijven. Dit komt omdat steeds meer grafische apparatuur en programmatuur op de markt komt, waarbij slechts geringe vakkennis noodzakelijk is. Ook treedt branchevervaging op doordat afwerkingsbedrijven zelf drukwerk distribueren op wens van de opdrachtgever.

Bedrijven die drukwerk nodig hebben leveren hun teksten aan op floppy-disk of magneetbanden. Het voordeel is dat de order snel kan worden verwerkt en dat de klant meer invloed heeft op de opmaak. Het grafisch bedrijf verliest de voorbereidende werkzaamheden en moet zowel in technische als commerciële zin aansluiting zoeken bij hun opdrachtgevers. De machines van de grafische industrie moeten enerzijds het aangeboden materiaal kunnen verwerken en anderzijds snel in- en omgesteld kunnen worden.

De kansen en bedreigingen

In het begin van zeventiger jaren voorspelden deskundigen op het terrein van de communicatietechnologie dat door verdere toepassing van micro-electronica in de

communicatiemedia het belang van papier als informatiedrager steeds verder zou afnemen. Naar analogie van de "brave new world", in 1932 beschreven door Aldous Huxley, zou in 1984 het papierloze kantoor zijn intrede doen. Echter sindsdien is de hoeveelheid papier alleen maar toegenomen, onder andere door 'direct mail'. Aan deze ontwikkeling lijkt anno 1990 nog geen einde gekomen. Actief inspelen door de grafische industrie op de voorspelde ontwikkeling dat papier als informatiedrager een steeds ondergeschiktere rol zal gaan spelen, lijkt daarom een open deur.

In de jaren negentig zal de grafische industrie naar verwachting de opgaande lijn in de omzetgroei weten vast te houden gezien de positieve ontwikkelingen in de conjunctuur. De totale branche-omzet bedroeg in 1988 naar schatting f 8,1 miljard. Tot de branche worden gerekend drukkerijen, repro- en zetterijbedrijven en binderijen. Het groeitempo zal volgens het Koninklijk Verbond van Grafische Ondernemingen (KVGGO) echter lager komen te liggen. In het binnenland zal de groei voornamelijk uit de institutionele markt (de bedrijvenmarkt) moeten komen. De vraag naar boeken, kranten en tijdschriften zal maar weinig in omvang toenemen, hoewel voor de tijdschriften hierop een uitzondering zal moeten worden gemaakt omdat het aantal titels in de kiosken (in 1990 volgens de cijfers van Betapress en Aldipress circa 2200) nog steeds toe neemt. In 1985 werd circa f 1,6 miljard aan grafische producten geëxporteerd en in 1989 was dit cijfer gegroeid tot f 2,2 miljard. Het aandeel van de export in de branche-omzet zal blijven groeien, met name de waardestijging van de uitvoer van reclamedrukwerk neemt hier een belangrijke plaats in. Hiervan zullen vooral de grotere bedrijven profiteren. Internationaal gezien lijken de Nederlandse bedrijven door de recente hausse in investeringen in productieapparatuur een goede uitgangspositie te hebben. Met het oog op integratie verwacht de KVGGO dat de bedrijven die positie verder uitbouwen.

Het is volgens branche-kenners niet uitgesloten dat de rendementsontwikkeling gaat stagneren. Het hoge investeringsniveau resulteert geleidelijk in hogere afschrijvingspercentages van de vaste activa. Bovendien zullen door stijgende papierprijzen en heffingen ten behoeve van de milieuzorg bedrijven meer kosten moeten maken. Verder kopen de grote drukkerijen (VNU) de grootste orders tegen zeer lage prijzen van de markt, waardoor het steeds moeilijker wordt voor deze kapitaalintensieve drukkerijen om de vaste produktiemiddelen volledig te bezetten. De grafische industrie kampt namelijk met overcapaciteit die door de grote drukkerijen goedkoop wordt aangeboden door uit te gaan van de differentiële kostprijsstechniek. Alle vaste kosten worden dan aan de eigen uitgaven toegerekend, zodat het voor de overblijvende concurrentie heel moeilijk is om in tijden van slapte aan genoeg orders te komen, teneinde de bezettingsgraad op peil te houden. De prijsstelling is zeer belangrijk voor de rendementen in deze bedrijfstak.

Een ander kenmerk van de grafische branche is dat zij op dit moment kampt met met een tekort aan vakkundig personeel.

De strategie

Het commercieel 'Leitmotiv' om in de grafische branche te overleven is voor Boekhoven-Bosch, die in de grafische industrie tot één van de grootste bedrijven wordt gerekend, *specialisatie* in produkten met relatief grote oplages, zoals tijdschriften (marktombang circa f 1,5 miljard) en telefoonboeken. De basis hiervoor wordt geleverd door de postcodeboeken, de telefoonboeken, de dienstregelingen voor onder meer de NS, de tarievenboeken, het omroepblad van *Veronica* en de tijdschriften zoals het *Elseviers Magazine* en de *Autokampioen*. De boeken zijn uit het assortiment van Boekhoven-Bosch verdwenen, omdat de prijsdruk in een relatief kleine markt (circa f 600 miljoen) té groot is.

Het bedrijf verkoopt machine-uren en past geen speciale techniek van drukken toe, die door geen ander bedrijf zou kunnen worden toegepast. Dit betekent dat het de klanten niet op basis van een merk of drukprocedé kan binden. De machine-uren oefenen op zich geen aantrekkingskracht op de klanten uit, vandaar dat het *contact* tussen werknemer van Boekhoven-Bosch en klant van het allergrootste belang is. Boekhoven-Bosch verkoopt uren, maar probeert deze zo aantrekkelijk mogelijk voor de klant te maken door het verlenen van service. In 1987 bestond 81% van de orders uit contractorders (orders met een looptijd van > 1 jaar op het terrein van de tijdschriften en de telefoonboeken) die tezamen 61% van de omzet voor hun rekening namen.

De filosofie van het bedrijf bestaat uit het opvoeren van de servicegraad aan de afnemers. Daartoe worden zogenaamde klantenrapportages opgesteld, waarin oordelen over de tevredenheid van de klant worden verzameld. Deze rapportages in het kader van integrale kwaliteitszorg⁵⁹ worden in de kwaliteitskringen besproken en vereisen een sterke betrokkenheid van het management en de ondernemingsraad. De kwaliteitsgroepen uit het bedrijf worden geleid en gecoördineerd door het management om tot goede kwaliteitsmetingen te kunnen komen en om de uit te voeren actiepunten te effectueren die uit de metingen zijn voortgekomen. Voor de klant gelden drie ijkpunten voor het sluiten van een druk-order, tevredenheid, zekerheid over de kwaliteit van het produkt dat nog moet worden gemaakt en betrouwbaarheid. De klant verwacht dat technisch alles in orde is en dat zijn specificaties zijn aangehouden. Maar ook verwacht hij van alle afspraken stipte nakoming, dat de rekening correct is, dat de contactpersonen voor de order goed bereikbaar waren, etc. Kortom de klant wil voor kwaliteit en zekerheid garanties.

Binnen de grafische industrie is de afgelopen jaren gezocht naar een structurele onderbouwing van de procesbeheersing binnen, en de beeldvorming van het bedrijf. De grafische industrie was de eerste bedrijfstak die gebruik ging maken van de methoden voor kwaliteitsbeheersing die in Amerika en Japan al op grote schaal resultaat hadden opgeleverd. Voldoet een bedrijf aan de eisen die de Vereniging Produktbewaking

⁵⁹ Bron: Kijk Kwaliteit, uitgave van het Kwaliteitscongres van de Vereniging Produktbewaking Grafische Industrie, 22 maart 1990, Dronten.

Grafisch Industrie (VPGI)⁶⁰ aan een beheerssysteem voor de produktie in een drukkerij heeft opgesteld, dan wordt een certificaat verstrekt die de klant zekerheid biedt aangaande de kwaliteit van zijn produkten, maar ook verschaft het de afnemer garantie voor een beheersing en maximale zorgvuldigheid van de gehele bedrijfsvoering. Boekhoven-Bosch is een gecertificeerd bedrijf en geeft dus garanties af over levertijd, prijs, afwikkeling en nazorg van het produkt. Dezelfde garanties geeft het bedrijf af voor werk dat binnen de bedrijfskolom door derden aan de order is geleverd. Het systeem heet integrale kwaliteitszorg en levert maatstaven voor de beoordeling van een aantoonbaar proces van optimale kwaliteitszorg. De kwaliteit van een produkt is steeds gericht op het gebruiksdoel. Aan een verzorgde maar eenvoudige brochure worden andere eisen gesteld dan aan een hoogwaardig meerkleurendrukwerk. Een gecertificeerd bedrijf beschikt over een operationele kwaliteitsbeheersing met normen en meetpunten. Twee jaar is het certificaat geldig en vindt tussentijds controle plaats of het certificaat nog geldig is. Na deze termijn volgt opnieuw een beoordeling en herijking van onder meer:

- de bedrijfsstructuur
- de produktiemethoden
- de kennis en de toewijding van de medewerkers
- de kwaliteit van de apparatuur
- de bruikbaarheid van de procedures
- de bekwaamheid van de leiding en
- de waterdichtheid van de contrôle.

In de Elsevier-tijd opereerde het bedrijf operationeel volledig onafhankelijk van de moeder, zodat na de MBO in de informatiestroom ten behoeve van de planning en beheersing van de produktie- en verkoopprocessen geen verandering is gekomen. De voorschriften zijn in dit opzicht niet veranderd. Wel zijn er nieuwe rapportages opgezet ten behoeve van het topmanagement en de Raad van Commissarissen. Alleen de financiering werd centraal geregeld en hoewel de strategie voor Boekhoven-Bosch niet werd voorgeschreven, werden er aanwijzingen gegeven wat wel en wat niet mocht. Greep krijgen op drukorders door verbindingen met uitgevers was, zoals reeds gesteld, ten strengste verboden. Deze verbindingen echter stond Elsevier absoluut niet toe, evenals omvangrijke diepte-investeringen in drukpersen. Dit had met name een psychologische uitwerking. Er bestond enigszins het gevoel van "we zitten goed bij Elsevier, want die heeft winst genoeg!" Bij de financiële beoordeling door het concern werd uitgegaan van de winst vóór rente en belasting. De omvang van de rentelasten maakte voor Boekhoven-Bosch dus niets uit, evenals het feit dat nauwelijks aandacht werd besteed aan het debiteurenbeheer (in feite ook rentelasten). Toen de drukkerijen te horen kregen dat zij niet meer tot de kernactiviteiten behoorden, had dit een verlamme uitwerking op de ondernemingslust. De drukkerijen "werden gedoodg"!

⁶⁰ Bron: brochure VPGI.

Het bedrijf kan getypeerd worden als één van de grootste rotatiedrukkerijen in Nederland dat zich vooral na de MBO, als de ondernemingslust weer terug komt, wenst te specialiseren in het drukken van periodieken, zoals tijdschriften, telefoonboeken, gouden gidsen etc. Producten die niet eenmalig gedrukt worden maar in een bepaalde uitvoering terugkerende opdrachten opleveren. Voor de MBO kende Boekhoven-Bosch een zeer gevarieerd orderpakket dat vooral historisch was bepaald en waar geen fundamentele keuze voor het bedienen van speciale deelmarkten aan ten grondslag lag. Indien wij de relatieve omzet- en winststijging van de branchegenoten >330 werknemers vergelijken met de relatieve omzetstijging van Boekhoven-Bosch, kan gesteld worden dat de markt op zich tot betere resultaten had kunnen leiden. Het rendement in 1985 tot en met 1987 is matig te noemen. Zie figuur 10.

De conclusie die hieruit getrokken moet worden luidt dat voor de continuïteit op langere termijn een beter rendement nodig is dan in de jaren 1985-1987 voor de verzelfstandiging is gerealiseerd. Als een soort kompas om hiervoor de juiste weg te bewandelen, hanteert de directie de uitkomsten van een doorlichtingsrapport van het Grafisch Economisch Adviescentrum (GEA-rapport). Als strategie voor het bedrijf wordt de directie geadviseerd, zoals hierboven reeds is vermeld, om tot geleidelijke *specialisatie* tot een full-service periodiekendrukkerij te komen. Dit vergt het afstoten van boeken en periodieken met te kleine oplagen. De filosofie of ratio achter dit advies is dat de entreebarrières voor concurrenten door de zeer hoge investeringskosten in apparatuur en kennis in deze sector zeer groot zijn. Men moet immers in staat zijn het proces van uitgeven van periodieken door elektronische hulpmiddelen te ondersteunen. Tekstaanmaak, redactionele bewerking, vormgeving, opmaak en productiecontrole vergen nieuwe systemen. In hoog tempo evolueren de systemen van tekstverwerking tot complete pagina-productiesystemen. Daarnaast betekent een full-service bedrijf naast drukken in offset-rotatie en afwerken/postverzenden, ook professionele ondersteuning op het gebied van de lay-out, ontwerpen, acquisitie van advertenties, schrijven van teksten, het werven van abonnees, het beheren van bestanden en de verspreiding. Deze laatste activiteiten zijn nodig omdat de grafische sector zeer seizoen- en conjunctuurgevoelig is, een honderd procent bezetting kan onmogelijk gehaald worden. Het doel van deze strategie is dat Boekhoven-Bosch meer dan voorheen als *prijsebepaler* kan optreden in de segmenten voor periodieken en voor telefoonboeken, waardoor de winstmarges verbeteren.

Aangezien het bedrijf een kapitaalsintensieve productie kent is het noodzakelijk om de vaste produktiemiddelen zo goed mogelijk te bezetten. Cruciaal is de bezettingsgraad van de machines. Is er sprake van een volle bezetting dan vinden er geen prijsaanpassingen plaats, in tegenstelling tot de slappe perioden in de maanden januari en augustus. De kwaliteitspotentie vormt dan echter een rem op de mogelijkheden om met de prijs te dalen.

De keuze voor de segmenten tijdschriften en telefoonboeken, nadat de economische aantrekkelijkheid van deze investering is gebleken, dient als gemeenschappelijk

uitgangspunt voor alle afdelingen in het bedrijf en kan gezien worden als een middel om tot een optimale omvang van het bedrijf te geraken. Voor de MBO mocht het zelfstandig ondernemen niet tot de mogelijkheden worden gerekend. Specifieker geformuleerd, de marketing en de verkoop kunnen na de losmaking uit Elsevier beter bepalen welke periodieken geacquireerd moeten worden en hoe; voor het management(team) ontstaat duidelijkheid welk (des)investeringsbeleid ten aanzien van soort en type drukpersen moet worden gevoerd en in welke ondersteunende randapparatuur ten behoeve van de integratie van de zogenaamde pre-press systemen (on-line koppelingen met redactionele tekstverwerkings- en opmaaksystemen) geld moet worden gestoken; de productie kan gestaag verder werken aan de kwaliteitsbeheersing om het kwaliteitsniveau op een hoog peil te houden bij de productie van de zogenaamde "sophisticated" periodieken respectievelijk de minder "sophisticated" telefoonboeken.

Een hiermee samenhangende strategische beslissing betreft de afstoting van onrendabele orders, zoals de boeken en de kleine oplagen periodieken die veel ondersteuning vergen omdat ze veelal niet van professionele uitgevers komen en de optimale organisatie van de productie verstoren.

Om dit streven naar specialisatie als full service drukkerij op de marktsegmenten tijdschriften en telefoonboeken verder te versterken wordt, naast het doorvoeren van ingrijpende interne organisatorische veranderingen, via *deelname* in kleine uitgeverijen een soort stuwmeer voor drukorders geschapen. Daarnaast is de strategie om in de gekozen produkt-marktcombinaties een leidende rol te kunnen vervullen gericht op samenwerking met relatief grote drukkerijen via joint ventures. Voorbeelden hiervan zijn de *joint ventures* met de per 1-11-88 j.l. verzelfstandigde Staatsdrukkerij (SDU) en met de VNU, om de grote winstgevendende drukorders voor Boekhoven-Bosch binnen te halen. De telefoonboekorder van de PTT voor het drukken van alle telefoonboeken voor Nederland en de Veronica drukorder vormen een substantieel deel van de omzet. Om de toerekening in het kader van de profit centre-gedachte tussen de diverse afdelingen van Boekhoven-Bosch zoals de administratie, technische dienst, etc en de activiteiten ten behoeve van het drukken van telefoonboeken adequaat uit te kunnen voeren zijn speciale profitcenters opgezet voor de onderneming Boekhoven-Bosch. In de paragraaf over de interne organisatie van Boekhoven-Bosch komen we op deze werkmaatschappijen nader terug.

Samenvatting

Voor deze bedrijfstak is vooral van belang de snelle technologische ontwikkeling die nieuwe produktietechnieken mogelijk maakt om de voortschrijdende informatisering in het produktieproces bij te kunnen benen. Electronische opmaak van pagina's zal het gereedmaken van de offsetplaat gaan veranderen (laserbelichting). Doen de bedrijven dit niet dan loopt het bestaande machinepark het gevaar in korte tijd te verouderen. De branche kent een relatief hoog investeringsniveau. Kwaliteit en levertijd spelen naast

prijzen een belangrijke rol in de concurrentieverhoudingen. Nieuwe ontwikkelingen, met name door de toenemende mogelijkheden voor desk-top publishing en elektronisch printing en publishing, doen de scheiding tussen drukvoorbereiding en het drukproces, althans voor de kleine oplages, vervagen. De meeste drukkerijen doen zelf ook aan drukvoorbereiding. Zij zullen hierin dus moeten investeren om op deze trend in te kunnen spelen. De technische ontwikkeling doet zijn invloed gelden op de afdelingen zetterij en repro (zie de organisatorische aanpassingen), omdat de tussenstappen voor het maken van een offsetplaat (drukplaat) verminderd worden. Op een scherm zal de vormgever de compositie van de pagina gaan bepalen, compleet met foto's en andere afbeeldingen. Met een druk op de knop kan dan de beeldschermpagina worden omgezet in een offsetplaat.

De strategie beoogt de kwaliteit van de drukorder te benadrukken en het niveau van de kostprijs aanzienlijk te verlagen. Hierdoor tracht Boekhoven-Bosch juist haar klanten te binden en de prijzen acceptabel te houden. Het alternatief is prijsdaling om de persen maar bezet te houden met als dreigend gevaar op de langere termijn onvoldoende rendement ten behoeve van de investeringen. Cruciaal is de dekking van de vaste produktiemiddelen in dit kapitaalsintensief bedrijf. Aangezien een continue 100% bezetting niet reëel mag worden geacht, tracht men de dalen in de bezetting op te vullen met orders waarvan de prijs naar beneden is aangepast. Twee factoren belemmeren een ongestoorde loop op dit punt: het prijsbeleid van concurrent VNU waardoor prijsbederf optreedt en de kwaliteitsrem van het bedrijf zelf op de daling van de orderprijs.

De lagere kostprijzen zijn noodzakelijk om in een Europa zonder grenzen de toenemende mogelijkheden voor datacommunicatie te benutten (overzenden van complete pagina's) en een prijsbepalende rol te kunnen spelen. Naast het bedienen van de daarvoor geschikte segmenten, het investeren in de beschikbare produktiemiddelen, vormen een op deze strategie afgestemde interne organisatie en human resource aanpak onmisbare voorwaarden. Hierop gaan we in de volgende twee paragrafen nader in.

5.2 De structurele en operationele flexibiliteit

Na de MBO kwam de ondernemingslust weer terug en trad er tevens een inhaaleffect op. Al voor de MBO was duidelijk dat de afhankelijkheid van het bedrijf van de winstgevende telefoonboekenorder en de Veronica-order te groot was en leefde bij het management de wens dat de rest van de orderportefeuille net zo winstgevend zou zijn. Deze wens vormde de aanleiding om het Grafisch Economisch Adviescentrum (GEA) in te schakelen. De bedrijfsleiding van Boekhoven-Bosch kon na de uitkoop ook makkelijker naar dit adviesbureau gaan, omdat het eenmaal als zelfstandige onderneming zelf kon beslissen welke aanbevelingen uit het organisatieadvies zouden worden opgevolgd. Voor de MBO begon men hier maar niet aan, omdat als dochter van Elsevier een aantal adviezen toch niet gerealiseerd konden worden. Ook de na de MBO aangetreden commissarissen stellen zich

actief op met betrekking tot de formulering en de uitvoering van het ondernemingsbeleid.

Het toekomstperspectief

Uit de resultaten van een doorlichtingsonderzoek van Boekhoven-Bosch, opgesteld door het Grafisch Economisch Adviescentrum in oktober 1988, bleek dat het toekomstperspectief voor de drukkerij niet al te rooskleurig kon worden genoemd. Hieronder worden puntsgewijs de belangrijkste conclusies van het onderzoek aangegeven die bepalend zijn geweest voor de keuze van de zo juist besproken strategie en het entameren van de hieruit voortvloeiende organisatie-aanpassingen in het bedrijf na de MBO.

De voornaamste bevindingen uit het doorlichtingsonderzoek⁶¹ geven wij hieronder puntsgewijs weer.

1. Het *rendement* was de laatste drie jaren voorafgaande aan de MBO als matig te kwalificeren. Het brutorendement van 13% stak ongunstig af bij de mediaanwaarde van 20 à 25% in vergelijkbare bedrijven. De arbeidsquôte vergeleken met die van vergelijkbare bedrijven was circa 5% te hoog, terwijl het niveau van de arbeidskosten, de overige kosten, de afschrijvingen en de andere kosten niet afwijkend waren. De dubieuze debiteuren waren daarentegen met 4% à 5% van de toegevoegde waarde veel te hoog.
2. Wegens te lage kostenbegrotingen waren de *afdelingsresultaten* voor de afdelingen f 3 à f 4 miljoen negatief.
3. Het aandeel *indirect personeel* als kostenfactor is als gevolg van de verschillende produktsoorten die vervaardigd worden, een negatieve factor in de concurrentieverhouding.
4. Er is enerzijds *onderbezetting* op de zetterij, plano-drukkerij en garenloze bindstraten. Hierdoor ontstaan miljoenen verliezen per jaar. De *overbezetting* bij de afdeling repro en rotatiedrukkerij compenseert de onderbezetting niet vanwege het feit dat het niet in begroting is opgenomen.
5. Het *orderresultaat* loopt zeer uiteen. Boeken scoren met -16 % van de omzet het slechtst. Ook een op een aantal periodieken wordt verlies geleden.
6. De *spreiding* in het klantenbestand voor wat betreft de periodieken is klein. Veronica en Elseviers Magazine maken samen 50% van de toegevoegde waarde uit. Verder

⁶¹ Resultaten bedrijfsdoorlichting en onderzoek naar het toekomstperspectief van Van Boekhoven-Bosch B.V. te Utrecht, rapport Grafisch Economisch Adviescentrum (GEA), oktober 1988, Amsterdam.

wordt geconstateerd dat er jaarlijks net zoveel klanten wegvallen als bijkomen. De mutaties in het klantenbestand is relatief hoog te noemen.

7. Hoewel de algemeen directeur de externe rol vervult en een duidelijk stempel drukt op het beleid van de onderneming, is de *operationele kant* van het bedrijf voor hem *afgesloten*. In de productie wordt echter de *stijl* van leidinggeven als éénrichtingsverkeer en als instructie en contrôle ervaren, hetgeen niet motiverend werkt. Vele werknemers en leidinggevendenden achten zich tot beter functioneren in staat, indien zij zelfstandig in werksituaties beslissingen mogen nemen.
8. De nieuw ingestelde functie van *materials management* is nog niet consequent ingevuld voor wat betreft de elementen inkoop, magazijn, expeditie en intern transport.
9. De afdeling tekstverwerking kent als gevolg van de gevarieerdheid in orders, waardoor er een rijke gevarieerdheid aan soorten zetwerk ontstaat, een negatief *bezettingsresultaat*. Eveneens zijn de uren indirecte arbeid zeer hoog (40% tegen 15% normaal). Dit duidt erop dat de veelheid van in gebruik zijnde zetsystemen mede leidt tot een slechte productie-beheersing.
10. De repro-afdeling zou, indien een betere afstemming met toeleveranciers voor wat betreft de aan te leveren films wordt bereikt, een betere *procesbeheersing* kennen.
11. De *produktiecapaciteit* wordt op de rotatiepersen niet optimaal benut door de diversiteit in het orderpakket, te weinig onderhoud, geen vaste werkprocedures, wisselende samenstelling van de ploegen en te weinig inzicht bij leidinggevendenden wat wel en niet kan, etc.
12. Het *preventieve onderhoud* laat door de gevarieerdheid in machines en minimale manbezetting van de technische dienst te wensen over.
13. Er wordt te weinig winst gemaakt uit de *export* van periodieken.
14. De directe *verkoopactiviteiten* vinden niet volgens een systematische aanpak plaats. Er is geen marketingplan.
15. En "last but not least", bij ongewijzigd beleid kan het bedrijfsresultaat verder onder druk komen te staan als gevolg van de *f* 1.500.000,- *rente* die jaarlijks voor het aangetrokken vreemde vermogen ter financiering van de MBO moet worden opgebracht.

Het oordeel van het doorlichtingsrapport kort samengevat komt erop neer dat het rendement bij Boekhoven-Bosch gedurende 1985-1987 ver achterbleef bij dat van de branche (zie figuur 10). Onze analyse van de economische prestaties in paragraaf 4, onafhankelijk van dit rapport opgesteld, bevestigt dit. Dus werden de oorzaken voor het te lage rendement intern gezocht.

Samengevat worden in het rapport als interne oorzaken voor het matige rendement genoemd:

- slechte begrotingen;
- te veel verschillende orders waardoor het productieproces voor wat betreft de capaciteit niet optimaal wordt benut; vooral kleine orders vergen te veel werkzaamheden alvorens met de productie kan worden begonnen;
- optimaliseren van de in- en omsteltijden wordt bemoeilijkt door wisselende ploegsamenstelling en het ontbreken van vaste werkprocedures;
- er wordt te weinig aan onderhoud en preventief onderhoud gedaan.

Dit heeft tot gevolg dat het orderresultaat door de slechte productiebeheersing zeer wisselend is. Weliswaar dreigde er op korte termijn geen "vijf voor twaalf situatie", maar toch leverde het onderzoek een aantal pittige conclusies en aanbevelingen op die op alle managers en medewerkers grote indruk maakten. De Raad van Commissarissen en de Ondernemingsraad waren enthousiast over het doorlichtingsrapport hetgeen een extra stimulans voor het betrokken management en personeel vormde om de voorgestelde verandering in snel tempo door te voeren.

Uit het directieverslag over het eerste halfjaar 1989 blijkt dat er ernst wordt gemaakt met de invoering van de maatregelen die de bedrijfsdoorlichting uit oktober 1988 heeft opleverd. Vooral toen bleek dat de resultaten voor de profit center tijdschriften, na afsplitsing in een afzonderlijke profit center van de activiteiten ten behoeve van de telefoonboeken, over het eerste halfjaar 1989 aanvankelijk zeer teleurstellend waren, kregen de meeste aanbevelingen uit het rapport de hoogste prioriteit. In het directieverslag wordt het achterblijven van de resultaten (omzet- en winstontwikkeling van het eerste halfjaar 1989) bij de prognoses geweten aan de volgende externe en interne oorzaken:

- de prijsdruk neemt toe als gevolg van het feit dat de VNU ten behoeve van de bezetting van de steeds grotere persen orders van de markt koopt;
- aan de mindere aandacht van het verkoopmanagement voor de acquisitie van tijdschriftorders, omdat het scheppen van een stuwmeer van drukorders door het opzetten van een uitgeverij in samenwerking met Jahr Verlag voorrang kreeg. Bovendien staat de inbreng van ieder van de partijen momenteel nog ter discussie;

- de bedrijfsleiding schonk te weinig aandacht aan de onrust die het doorlichtingsrapport teweegbracht;
- de inefficiënte planning;
- toegenomen inefficiëntie;
- te veel en te moeilijke nieuwe opdrachten;
- veel aandacht voor de opbouw van de profit center Teleprint waarin de telefoonboek order werd ondergebracht.

Verbetering operationele en structurele flexibiliteit

Aan de hand van interviews met het management team (inclusief de voorzitter van de O.R. ten tijde van de verzelfstandiging) alsmede door bestudering van de doorlichtingsrapporten en directieverslagen werd inzicht verkregen in de uiteindelijke keuze van de aanbevelingen en het tempo waarin, respectievelijk de fasering waarmee de invoering gepaard ging.

Het gaat ons in deze case-studie dus om die maatregelen te identificeren, die het management noodzakelijk acht om de organisatiestructuur na de MBO beter af te stemmen op de ontwikkelingen in de markt en de technologie. Wij beperken ons hierbij voornamelijk tot de hoofdlijnen van de formele, waarneembare veranderingen, en zullen de eventuele veranderingen in de informele organisatie slechts aanstippen. Hoewel die informele organisatie ten tijde van de onderhandelingen over de MBO mede een aanzet hebben gegeven tot een correctie in formele zin, namelijk een meer op participatie gerichte stijl van leidinggeven in de fabriek en de vervanging van de adjunct-directeur productie & verkoop.

In mei en juni 1989 volgden een groot aantal wijzigingen in de productieorganisatie enerzijds op advies van het onderzoeksbureau GEA, anderzijds op advies van de bedrijfsleiding zelf, met als doel de bedrijfsvoering te verbeteren. Naar aanleiding van de aanbevelingen uit het onderzoek zijn een stuur- en werkgroep geïnstalleerd om de betrokkenheid bij het bedrijf en de participatie door het personeel bij de aan te brengen organisatieveranderingen te vergroten. De voornaamste voorgestelde veranderingen volgen hieronder, waarbij wij elke maatregel kort toelichten.

Het organisatiedoorlichtingsrapport blijkt een goed middel om aan de ene kant mensen een andere functie aan te bieden binnen het bedrijf en aan de andere kant meer geschikte personen op belangrijke lijnfuncties te zetten. Er vinden in principe geen gedwongen ontslagen plaats. Hoofddoel is een geleidelijke specialisatie tot een full-service

periodiekendrukkerij op het segment rotatiedrukken dat tussen de plano-offset en krantenpersen aan de onderkant en de diepdruk aan de bovenkant wordt begrepsd. Om dit te bereiken zijn de volgende maatregelen genomen:

Maatregel 1:

Zo is gestart met drie *profit centers* te weten Boekhoven-Bosch Uitgaven in Amsterdam, Boekhoven-Bosch Tijdschriften in Utrecht en Teleprint (vooral telefoonboeken) in Utrecht. Gekozen is voor deze structuur van organisatorisch gescheiden produktielijnen omdat de activiteiten onderling sterk verschillen. Op grond van het doorlichtingsrapport is duidelijk geworden dat tot een betere beheersing van het productieproces moet worden gekomen, wil Boekhoven-Bosch efficiënter produceren dan voorheen. Dit vereist dat er per profit center in andere machines wordt geïnvesteerd en de respectieve werkprocedures, kwaliteiten van het personeel en cultuur overeenkomstig de aard van de profit center worden ontwikkeld. De afdeling Uitgaven verricht uitgeverij-activiteiten, Tijdschriften vervaardigt periodieken en aanverwante produkten en Teleprint verricht de activiteiten ten behoeve van het drukken van de telefoonboeken in Nederland (zie figuur 13). Het ligt in de bedoeling ook de kostprijsstelling onder verantwoordelijkheid van de leiding van elk van de 'profit centers' te brengen, hoewel een leider van een 'profit center' niet alle kosten kan beïnvloeden. Daardoor is het problematisch de leider voor 100% op zijn resultaten aan te spreken. Ook kan hij geen deel van de cash flow claimen voor investeringen, hoewel hij heel duidelijk zijn behoefte hieraan dient te ventileren.

De andere functionele afdelingen inkoop, financiële administratie (controller) en personeelszaken blijven onder de algemeen directeur. Gestart is met de verdere uitwerking van de 'profit center' gedachte bij de facilitaire diensten zoals inkoop, personeelszaken en financiën en administratie, ter stimulering van een efficiënte vraag en aanbod van de door deze afdelingen te leveren diensten.

De profit centers ressorteren onder de algemeen directeur, daarbij voor de dagelijkse leiding geassisteerd door adjunct-directeuren van de twee drukkerij-lijnen, te weten Teleprint (telefoonboeken) en Boekhoven-Bosch-periodieken (tijdschriften). De productie-afhandeling van deze afdelingen zal geheel zelfstandig, los van elkaar, plaatsvinden.

Maatregel 2:

In plaats van een sterk dikkerende stijl van leidinggeven op het hoogste hiërarchisch niveau is een meer *begeleidende* rol van de desbetreffende manager nodig. Dit is noodzakelijk om de verantwoordelijkheden voor het lager kader en de uitvoerenden zo laag mogelijk in de organisatie te leggen en hen zo veel mogelijk bij het opstellen van werkprocedures te betrekken. Dit proces zal ondersteund worden door middel van training en opleiding. In 1989 wordt bij dit proces actieve ondersteuning gegeven door de afdeling personeel & organisatie.

Maatregel 3:

Er wordt een nieuwe functie in de vorm van adjunct-directeur *techniek* geschapen die de technische ontwikkelingen volgt en aanbevelingen voor investeringen doet. Hieraan is tevens toegevoegd de technische dienst die voor het onderhoud verantwoordelijk is. De coördinatie met betrekking tot het onderhoud van de drukpersen en de naleving van werkprocedures bepaalt in grote mate het bereiken van de gewenste kwaliteit. Ook berust hier de centrale verantwoordelijkheid voor de integrale aanpak van de beheersing van de kwaliteit van de productie in de twee 'profitcenters'. Het huidige hoofd techniek was in de vorige structuur algemeen bedrijfsleider die gewend was in hoog tempo zijn eigen gang te gaan. Daarbij passeerde hij vaak anderen die het hoge tempo van werken niet konden volgen. Gevolg was dat er bedrijfjes in het bedrijf ontstonden. Eveneens was duidelijk dat voor de continuïteit van het bedrijf de investeringen in nieuwe technologie centraal zouden staan. De nieuwe structuur moest hiervoor een oplossing bieden, omdat daarin teamvorming en collegiaal overleg centraal zouden staan, waardoor meer eenheid zou moeten ontstaan. Met name op basis van informeel overleg tussen de O.R., als vertegenwoordigend orgaan van het personeel en het management is gekozen voor een gebiedsverkleining van de vroegere algemeen bedrijfsleider en voor overleg tussen hem en het topmanagement team over kwaliteit, techniek en investeringen.

Maatregel 4:

Er wordt een functie van adjunct-directeur *productie & verkoop* ingesteld, dit ter ondervanging van het conflict tussen de afdelingen verkoop en productie dat regelmatig de kop op steekt. Het beste kan het conflict getypeerd worden door de stelling dat de afdeling verkoop maar moet zien hoe zij de productiecapaciteit kan benutten. Voor de MBO werd er vooral naar de productie geluisterd door de commerciële mensen. Daarin is na de MBO verandering aangebracht door de adjunct-directeur productie & verkoop. Door van tevoren over de mogelijke verwerking van de drukorder te communiceren op managementniveau tussen productie en verkoop lukt het beter dan voor de MBO afdelingsbelangen op elkaar af te stemmen. Er ontstaat op die manier een order-aannamebeleid. Als men verwacht dat een order er aan komt wordt met de afdeling planning afgestemd of de order ingedeeld kan worden.

Daarnaast is *overleg* ingevoerd in de afdeling productie zelf, waardoor korte lijnen voor communicatie ontstaan al gevolg waarvan problemen sneller opgelost worden dan vroeger. De trekker van deze veranderingen is de hierboven genoemde adjunct-directeur die op basis van 10 jaar verkoopervaring over de nodige affiniteit met de problematiek beschikt.

Samengevat beoogt deze maatregel het marktgerichte denken als het ware te incorporeren in het productiegerichte denken met de bedoeling de inefficiënties van het onvoldoende op

elkaar betrokken zijn van de twee hoofdfuncties (productie/techniek en verkoop) in het bedrijf te verminderen door de formulering van een orderaannamebeleid. Overleg hierover vindt plaats in een managementteam (grote staf), hierin zijn de adjunct-directeur productie & verkoop en alle hoofden van dienst vertegenwoordigd. Zie voor een schematische weergave van de organisatie voor de MBO de figuren 11 en 12 plus figuur 13 voor die van na de MBO.

Was het productiegebeuren voor de MBO vooral geïsoleerd van de rest van het bedrijf en overheerste de productiegerichte attitude, na de MBO heeft de invoering van overlegvormen tussen productie en verkoop, waarbij tevens een vertegenwoordiger van *kwaliteitszorg en organisatieontwikkeling* bij betrokken is, gezorgd voor de accentuering van de klantgerichte attitude. Het hoofd kwaliteitszorg en organisatieontwikkeling is een staffunktionaris belast met de normstelling ten behoeve van de voorcalculatie en bestudeert de produktiemethodieken.

De oude structuur leidde ertoe dat de algemeen directeur (de enige commerciële econoom) in het bedrijf aan de ene kant niet gemist kon worden op grond van zijn kwaliteiten op het terrein van de marketing en het strategisch beleid en aan de andere kant te weinig toegang had tot de productie. Dit komt in figuur 12 tot uiting.

Na de doorvoering van de organisatorische en personele veranderingen in 1989 in de organisatie van Boekhoven-Bosch is de afhankelijkheid van het bedrijf Boekhoven-Bosch van de topmanager door invoering van adjunct-directeurschappen productie & verkoop en techniek aanzienlijk verminderd en worden meer mogelijkheden benut, onder andere door betere communicatie en flexibele besluitvorming, het exploitatieresultaat door middel van efficiëntieverbeteringen in de organisatie te verhogen.

Maatregel 5:

In 1988 en 1989 is het machinepark sterk gerobotiseerd en gecomputeriseerd. De drukkers zijn procesoperators geworden. In 1990 zal een aantal nieuwe machines geplaatst worden, waarvan de effecten in de loop van 1991 zichtbaar zullen zijn. Het personeel dat de persen bedient heeft meer *verantwoordelijkheid* gekregen omdat zij in de nieuwe organisatie moeten beslissen of de drukvellen goed zijn in de ogen van de klant. Voorheen mocht alleen de bedrijfsleider die taak uitvoeren.

Maatregel 6:

Tot het *instrumentarium* van leidinggeven kunnen na de MBO worden gerekend job rotation, waarbij personeel rouleert over technische- en commerciële functies, met als doel ondersteuning van de organisatieverandering en het scheppen van meer flexibiliteit ten aanzien van de inzet van de factor arbeid. De afdeling personeel en organisatie komt na de MBO rechtstreeks onder de algemeen directeur en niet zoals voorheen onder de directeur productie.

Maatregel 7:

Twee jaar na de MBO wordt gewerkt aan de opzet van een nieuwe *personeelsfunctie*. De oude was verzand in een administratieve afdeling vanwege het machtsblok techniek (afdeling productie). De nieuwe zal zich meer expliciet gaan bezighouden met het ontwikkelen en gebruiken van de capaciteiten van de personeelsleden in het kader van de strategische doelstellingen van het bedrijf. Hieronder moet worden begrepen het kwaliteitsimago, snelle levering en redelijke prijzen. Doel ervan is om binnen 4 à 5 jaar bij alle personeelsleden een werkhouding bewerkstelligen waarin gestreefd wordt naar optimale klantgerichtheid, kwaliteit van het functioneren en bedrijfseffectiviteit. Via de kapstok functie-omschrijving beogen de afstemmingsgesprekken tussen werkgever en werknemer elkaars mogelijkheden en wensen te bespreken. Naast loopbaanbegeleiding wordt gewerkt aan de introductie van leerlingplannen, vervolgopleidingen, interne promotie, etc.

Onder het "mensgericht personeelbeleid" verstaat het management een stijl van leidinggeven, waarbij de delegatie van verantwoordelijkheden en bevoegdheden naar een lager niveau in de organisatie voorop staat, met veel aandacht voor motivatie en ontplooiing van de medewerkers. Daarbij moet aan het volgende worden gedacht:

- meer aandacht voor 'mens-management'- kwaliteiten;
- meer aandacht voor kwaliteitsgerichte inspanningen, opleiding en overleg;
- meer beoordelen op het vermogen om te gaan met personeel, om werkrelatie vorm te geven;
- en een andere relatie tussen personeelszaken en kader.

Personeelszaken heeft bij de invoering van het personeelsbeleid een stimulerende rol. In haar opstelling zijn grote veranderingen aangebracht vergeleken met voor de MBO. Als voorbeelden dienen de volgende waarnemingen:

- in de plaats van sociale beleidsontwikkeling in idealistisch kwalitatieve termen komt een meer praktische, *operationele gerichtheid* in termen van organisatorische functionaliteit;
- in plaats van aanpak gericht op de eigen professionaliteit komt de nadruk te liggen op een managementaanpak, een integrale probleembenadering;
- ter ondersteuning coördineert de afdeling personeel & organisatie de functieclassificatie, de selectie, training en opleiding, etc.

De *decentralisatie* van de beslissingsbevoegdheden beoogt het zelf oplossingen vinden en het beslissen zo laag mogelijk in de organisatie te verankeren. Dit streven past bij de 'profit center' idee en wordt in de praktijk ondersteund door de taken over de operators te laten rouleren via een jobrotatie-systeem. Daarnaast vinden functiewaarderingsgesprekken plaats en vragen de op efficiënte bedrijfsvoering gerichte management development programma's, in tegenstelling tot de periode voor de MBO, de directe aandacht van de

algemeen directeur. Toen coördineerde de concernstaf het sociaal beleid van Elsevier in plaats van het management van de werkmaatschappij. In elke afdeling vindt overleg plaats waar verbeteringsvoorstellen en/of klachten naar voren kunnen worden gebracht. Hoewel deze vorm van werkoverleg al voor de MBO bestond, krijgt het met name na de verzelfstandiging nieuwe impulsen door het streven van de bedrijfsleiding een deel van de exploitatieverbetering te realiseren uit *interne procesverbeteringen*. Ook de periodieke bijeenkomsten met nieuwe medewerkers worden benut om hun betrokkenheid bij het bedrijf te stimuleren.

Het hoofd personeel & organisatie heeft (nog) geen zitting in het top management team (kleine staf). Het inpassen van de nieuw te ontwikkelen personeelstaken in het kader van decentralisering van verantwoordelijkheid en bevoegdheid in projecten als interne marketing en integrale kwaliteitszorg vergt voorbereiding en toepassing. Indien deze inbedding in de organisatorische processen slaagt, ligt het in de lijn van de verwachting dat het een apart aandachtsveld wordt van de kleine staf.

Daarnaast worden een groot aantal maatregelen genomen die variëren van warme maaltijden voor de ploegendienst, klimaatbeheersing en goede geluidsisolatie, tot goede informatie over beleid en openheid over resultaten, winstdeling, participatie in werkgroepen met betrekking tot bedrijfsinvesteringen, human resource management, etc.

Maatregel 8:

Het invoeren van werkgroepen die afdelingsgewijs de mogelijkheden bevorderen om zowel in technische- als in organisatorische zin verbeteringsvoorstellen te doen. Deze werkgroepen worden gecoördineerd door de stuurgroep Kwaliteitszorg die geassisteerd wordt door de afdelingen kwaliteitszorg en personeelszorg. Rapportage vindt plaats aan de adjunct-directeuren techniek en productie & verkoop. Het belang van deze maatregel vloeit rechtstreeks voort uit de rol die certificering voor het bedrijf speelt. Zie in dit verband de uiteenzetting in paragraaf 4 over de eisen die aan het produkt en de organisatie worden gesteld om voor kwaliteitscertificering in aanmerking te komen.

Na de MBO heeft het proces van integrale kwaliteitszorg (Van Ek 1990, p.23) door middel van interne marketing in het bedrijf verder gestalte gekregen. Het management heeft hierbij de overtuiging dat eerst het eigen bedrijf op orde gebracht moet worden, alvorens externe marketing te kunnen bedrijven. Het stelt zich op het standpunt dat als het bedrijf niet aan zijn medewerkers kan overbrengen wat het wil, zij dat zeker niet kunnen overbrengen naar de klant. Bij de interne marketing worden alle medewerkers als de te bewerken doelgroepen binnen het bedrijf gezien. Met behulp van de bekende marketinginstrumenten als prijs, plaats, promotie en produkt worden de van te voren geformuleerde doelstellingen, zoals bijvoorbeeld het verkrijgen van een grotere motivatie, een grotere betrokkenheid bij het bedrijf of een meer klantgerichte instelling, nagestreefd. Zo wordt bij het bedrijf het "instrument" promotie als intern marketingmiddel gehanteerd om via de beïnvloeding van de mentaliteit van mensen tot een grotere betrokkenheid te komen. Om het produkt van de organisatie op het gewenste kwaliteitsniveau te brengen en

te houden, dient de nieuwe personeelsafdeling de nodige ondersteuning te verschaffen in de vorm van teamvorming, projectmanagement, leiderschapsstijltraining, creativiteitsbevordering, talentmanagement en interne communicatie.

Maatregel 9:

Onder de adjunct-directeur verschijnen nieuwe functionarissen, te weten het hoofd *ordermanagement* en het hoofd *logistiek & planning* (zie figuur 13). De bedoeling van de eerstgenoemde functie is het ontlasten van de afdeling verkoop door uitvoering van de niet direct aan de verkoop gerelateerde activiteiten in het kader van de orderbehandeling. De functie behartigt de belangen van bestaande relaties. Het hoofd heeft een coördinerende taak en geen plannende. Hij zorgt voor afronding van de order. Daartoe worden twee afdelingen uit de oude structuur samengevoegd, te weten orderbehandeling (technisch georiënteerd) en de binnendienst verkoop (commercieel georiënteerd). Hierdoor wordt het aantal indirecte medewerkers, overeenkomstig het gewenste beleid van minder verschillende produktsoorten, verder teruggebracht. Hoewel er geen gedwongen ontslagen vielen, verlieten uit dit deel van het bedrijf toch een tiental mensen het bedrijf vanwege de geruchten over de reorganisatie bij ordermanagement.

Men houdt een acquirerend team over voor de buitendienst, dat zich daadwerkelijk alleen met verkoop kan bezighouden. De functie van algemeen verkoopleider is niet nieuw, wel de organisatorische plaats in de nieuwe opzet onder de adjunct-directeur productie & verkoop. Deze functionaris zal ook de exporttaak in nauwe afstemming met de algemeen directeur verder vorm dienen te geven.

Dus naast de rechtstreekse bemoeienis met logistieke taken, valt in de nieuwe structuur tevens de verkoopleiding onder de leiding van de adjunct-directeur productie en verkoop. In de gewijzigde structuur krijgt de adjunct-directeur productie & verkoop en niet zoals vroeger de algemeen directeur de bemoeienis met logistiek en verkoop.

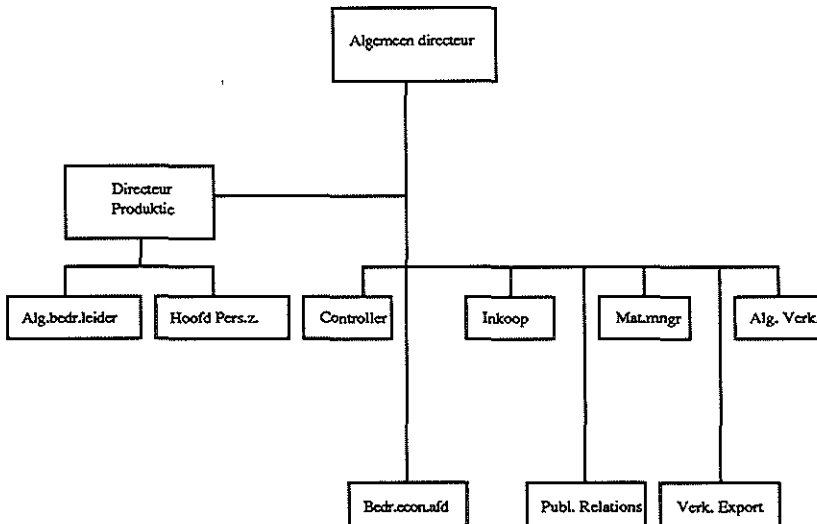
In het algemeen kan uit de verandering na de MBO ten aanzien van de organisatorische plaats van het bedrijfskantoor worden opgemaakt dat verschillende functionarissen die vroeger staffunctionaris in het bedrijfsbureau waren, in de huidige opzet of direct in de lijn opereren zoals het hoofd ordermanagement en het hoofd logistiek en planning of meer op de productie gerichte taken verrichten, zoals het hoofd kwaliteit & organisatie ontwikkeling en op termijn de afdeling personeel en organisatie. Zo is in het kader van een te ontwikkelen management informatiesysteem een systematiek ontwikkeld, waarbij de uitvoering nauw is betrokken als het gaat om werkmethoden, normstelling, terugkoppeling geleverde prestaties etc. Hoewel het systeem al bestond voor de MBO zit het nieuwe vooral in de terugkoppeling naar de uitvoering van gegevens over de machinebezetting, produktiegegevens, materiaalverbruik, draaiuren, stilstanduren, etc.

Maatregel 10:

Ter bekorting van de communicatielijnen tussen hoofd productie & verkoop en de eerst verantwoordelijke functionaris voor de productie respectievelijk verkoop worden *geen tussenliggende* functies gecreëerd. Dit in tegenstelling tot de organisatiestructuur voor de MBO (zie figuren 11 en 12). Dit past in het streven van de bedrijfsleiding om zoveel mogelijk medewerkers en leidinggevenden in de lijn te brengen, waardoor het aantal indirecte functionarissen wordt verlaagd. De assistent-bedrijfsleider uit de oude structuur wordt in de nieuwe structuur belast met de productiecoördinatie. Deze heeft de verantwoordelijkheid over drukken en verwerken. Onder hem vallen de produktieleiders plano, offset en binderij.

Maatregel 11:

In tegenstelling tot de vroeger gegroeide werksituatie dient de algemeen directeur in de nieuwe opzet niet de enige persoon te zijn die de onderneming kan leiden. Ook dient voorkomen te worden dat de productie zich afsluit voor de verkoop en andersom. In de oude situatie (zie figuren 11 en 12) kon, zoals reeds bij maatregel 4 is gesteld, de algemeen directeur te weinig toegang krijgen tot de productie.

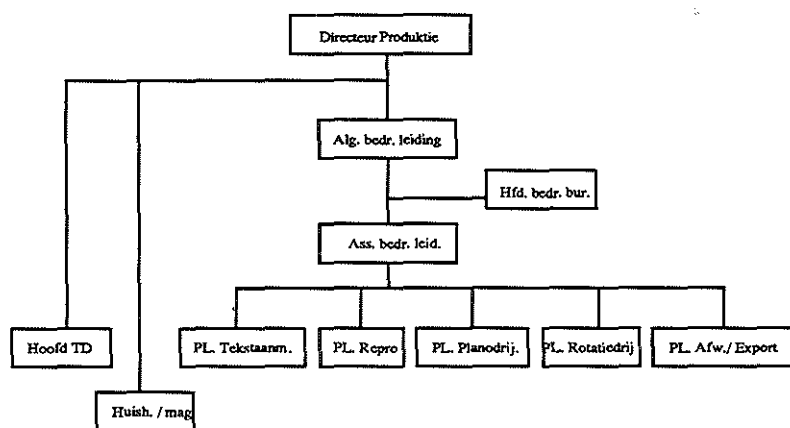


Figuur 11: Het organisatieschema van Boekhoven-Bosch voor de MBO

Aan deze problemen is op de volgende manier gesleuteld. Er is een *management team* gecreëerd, waarin naast de algemeen directeur, de adjunct-directeur productie en verkoop, de adjunct-directeur techniek, de adjunct-directeur uitgaven en het hoofd financiën &

administratie zitting hebben. De besluitvorming dient in de nieuwe situatie toe te groeien naar een vorm van collegiale besluitvorming, waarbij ieder lid van het management team op basis van gelijkwaardigheid deelneemt aan de besluitvorming. Het doel ervan is om het bedrijf niet te afhankelijk te maken van één persoon, zoals dit vroeger het geval was.

Dit management team (kleine staf) vergadert om de twee weken en bestaat uit de twee adjunct-directeuren, de controller en zijn opvolger en de algemeen directeur. Eén keer per maand vergadert het management team met alle hoofden van dienst over algemene zaken (grote staf). Daarnaast wordt door de adjunct-directeur productie & verkoop in overleg met de afdelingshoofden om de 2 weken het orderaannamebeleid afgestemd in de kleine en de grote staf.



Figuur 12: Het organisatieschema van de productie voor de MBO.

Maatregel 12:

Het bedrijf nam voor de MBO geen stafdiensten af van de concernstaf, althans niet structureel. De directie rapporteerde maandelijks rechtstreeks aan een lid van de Raad van Bestuur van Elsevier. Na de MBO geschiedt dit rechtstreeks aan een "eigen" Raad van Commissarissen, waarvan één lid is aangesteld op voordracht van de algemeen directeur, één namens de Nederlandse Participatie Maatschappij (NPM) en één namens de Amsterdamse Participatie Maatschappij (APM). Binnen Elsevier was de algemeen directeur van werkmaatschappij Boekhoven-Bosch binnen de richtlijnen van het concern redelijk autonoom om te investeren. Echter niet in uitgeverijen, en bovendien werden grote investeringsbedragen soms over enkele jaren uitgesmeerd, omdat het concern niet al te veel in het bedrijf wilde investeren. Een andere typische beperking die de verzelfstandigde dochter moest accepteren was de gedwongen afstoting van het tijdschrift Management Team.

Bepaalde de Raad van Bestuur van Elsevier vroeger uiteindelijk de *investeringsbeslissingen*, na de MBO komt hierin verandering en neemt de directeur, of liever het

management team, na goedkeuring door een "eigen" Raad van Commissarissen de beslissing tot investeren. De nieuwe manager/eigenaar wordt na de MBO een stuk vrijer bij het doen van investeringen en benut de verkregen ruimte voor het inhalen van de opgelopen achterstand in de investeringen om de technologische ontwikkelingen bij te houden. Ook de concurrentie zorgt voor een aanhoudende druk om te investeren. Dit leidt tot nieuwe investeringen in bijvoorbeeld rotatiepersen en planopersen. Het productieproces zal zich continu moeten aanpassen aan de markt- en technologische ontwikkelingen die vooral de fasen voor het werkelijke drukken zullen beïnvloeden. Hierbij valt te denken aan de elektronische paginavervaardiging waarbij verdere professionalisering van dataprocessingsystemen, standaardisatie van de hardware bij de leveranciers en van software bij afnemers, alsmede standaardisatie binnen netwerken, van diskette-formaten, bij testaanmaak en bij vormgeving zal plaatsvinden. Een andere maatregel die de bedrijfsleiding neemt is een financiële deelneming in een uitgeverij om op die manier een stuwmeer van orders te creëren.

Maatregel 13:

Ook op het gebied van de repro, die als eindprodukt platen aan de afdeling productie levert, zijn er ontwikkelingen die de organisatie-opzet ervan beïnvloeden. De marktontwikkelingen stellen de volgende eisen aan de grafische bedrijven:

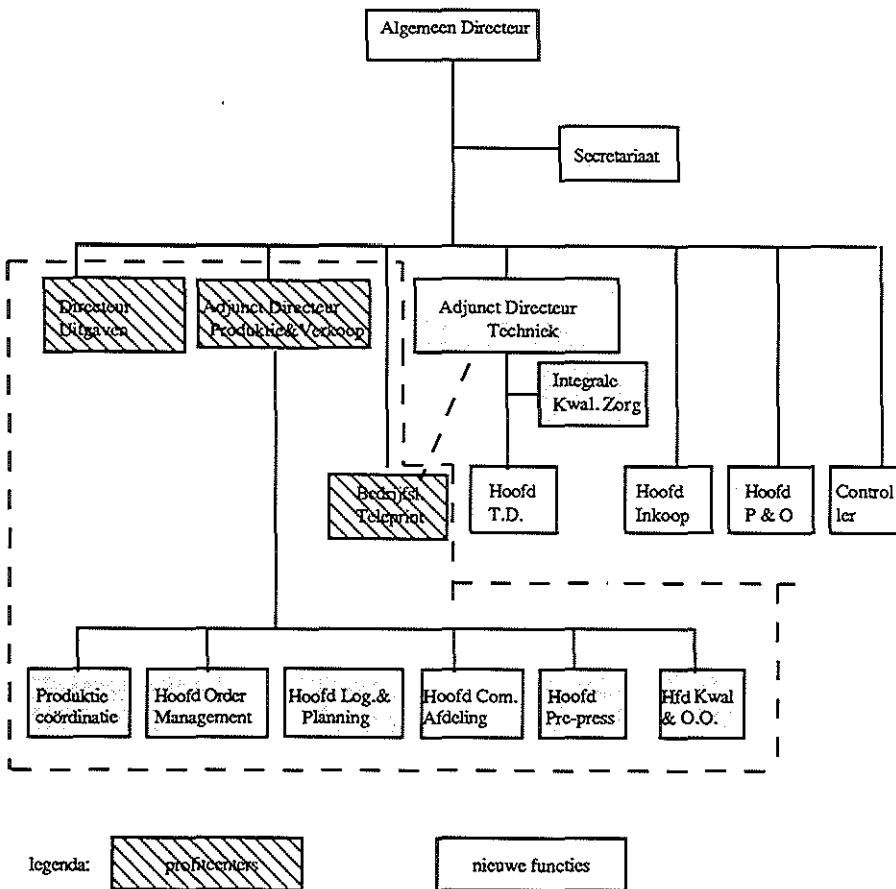
- on-line koppelingen met redactionele PC- en professionele systemen;
- toenemende vraag naar systemen die gebaseerd zijn op bovengenoemde standaarden;
- automatisering van de vormgeving vergt het beschikbaar stellen van grafische kennis;
- doorlooptijden worden steeds korter, hetgeen hoge eisen stelt aan de beheersing van de doorlooptijd en de flexibiliteit van de organisatie.

De vervaardiging van vierkleurenproeven vergt naast investeringen ook training en opleiding ten behoeve van de nieuwe taakeisen die toepassing van de vierkleurenlithografie stelt. Daarnaast treedt het meest op de voorgrond de behoefte aan het terugdringen van de grote aantallen flexibele montagesystemen voor de platen, omdat gestandaardiseerde aanleveringen bij deze afdeling ontbreken. Hierdoor wordt er op die afdeling met een te hoge personeelsbezetting gewerkt. De plannen om de *repro-afdeling* en de *zetterij* te integreren in een afdeling *pre-press*, voorzien van nieuwe apparatuur op basis van de desk-top publishing filosofie, heeft er toe geleid dat een aantal personeelsleden (circa 10 personen) het bedrijf heeft verlaten.

Vanwege de strategie van 'full service' bedrijf is de gedachte van afstoting van deze afdeling niet in praktijk gebracht. De 'make or buy' exercitie heeft echter ten aanzien van deze afdeling wel met zich meegebracht dat de afdeling gezien wordt als een 'profit centre' met als klant de afdeling productie. In tegenstelling tot de productieleders ressorterend

onder hoofd productiecoördinatie, vallen de productieleiders uit de afdeling pre-press direct onder de adjunct-directeur productie en verkoop.

In deze paragraaf hebben wij de veranderingen gepresenteerd die in de organisatiestructuur zijn aangebracht. Zo verschenen de profit centers, de adjunct-directeuren techniek en productie&verkoop en de functies ordermanagement respectievelijk logistiek en planning. Teneinde het overzicht over sommige van de formele veranderingen te bewaren, hebben wij de organisatieschema's van voor en na de MBO weergegeven. In figuur 13 zijn de aangebrachte (formele) veranderingen door middel van gearceerde en grijze vlakken weergegeven. De stippellijn stelt de scheiding voor tussen de 'profitcentres' en de stafdiensten.



Figuur 13: Het organisatieschema na de MBO

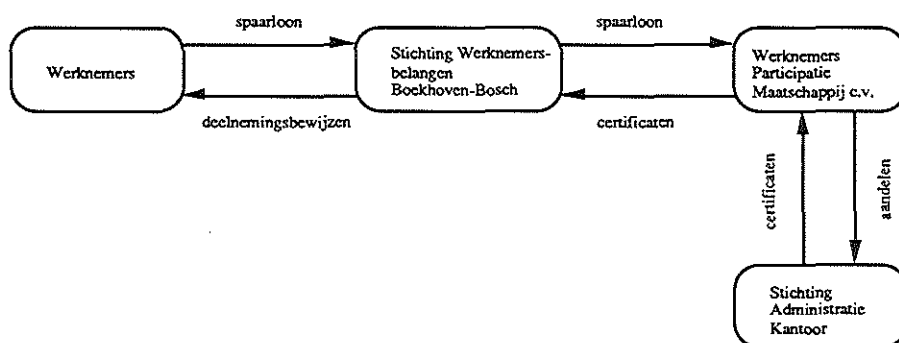
5.3 De beloning

Gezien het grote bedrag dat met de uitkoop was gemoeid was het noodzakelijk om met twee participatiemaatschappijen in zee te gaan en werd zoals reeds gesteld de SDU uiteindelijk de derde groot-aandeelhouder. Daarnaast werd 5% gereserveerd voor de werknemers. Voor de financiering van de aankoop van deze aandelen werd gebruik gemaakt van de spaarloonregeling. Deze heeft tot doel om voor de werknemer duurzaam bezit te verwerven in de vorm van (certificaten van) aandelen in of vorderingen op de werkgever door het verplicht sparen van loon.

Het spaarloon wordt pas uitgekeerd wanneer het aanwezige bedrag zeven kalenderjaren achtereen onafgebroken op de rekening heeft gestaan. In de statuten van de Stichting Werknemersbelangen Boekhoven-Bosch is bepaald dat een deelnemer in bepaalde gevallen eerder over zijn spaartegoed kan beschikken, bijvoorbeeld in geval een eigen woning wordt gekocht of in geval van het beëindigen van het dienstverband. Iedere werknemer die twaalf maanden onafgebroken een arbeidsovereenkomst voor onbepaalde tijd met Boekhoven-Bosch heeft, is vanaf 1987 verplicht aan deze spaarloonregeling deel te nemen. Voor de organisatie en tussenfinanciering zorgde de werknemersparticipatiemaatschappij (WPM). Deze spaarloonregeling bestaat uit de bedrijfsbijdrage ad f 250,- per jaar per werknemer en vervangt de bestaande emolumentenregeling voor het personeel. De medewerkers waren gewend aan de oude Elsevier-regeling van 2 dagbladen en 2 weekbladen per week gratis. Het bedrag dat hiermee gemoeid was, werd ten behoeve van de participatie in het eigen vermogen van Boekhoven-Bosch door het personeel aangewend voor de spaarloonregeling. Verder werd voor de C.A.O.-spaarloonregeling nog eens f 700,- afgezonderd. In totaal mag jaarlijks f 1.372,- worden gespaard, zodat het maximum te sparen bedrag ter aankoop van de certificaten van aandelen op f 422,- per jaar kan worden gesteld (f 1.372,- - f 250,- - f 700,-). Het totaal aan ingehouden en toegekend spaarloon bedraagt per kalenderjaar niet meer dan 2% van het loon waarover premie krachtens de Ziektewet, de Wet op de arbeidsongeschiktheidsverzekering en de Werkloosheidswet ten hoogste premie wordt geheven⁶². Naar keuze van de werknemer houdt de werkgever op het loon een bedrag in als spaarloon, rekening houdend met bovenstaande voorwaarde. De werkgever kent naast het bedrag ad f 250,- een bedrag als spaarloon toe ter grootte van het verschil tussen de feitelijke lasten voor de werkgever ter zake van loon en spaarloon. Dit zijn de uitgespaarde werkgeverslasten ad f 85,-. De werknemer legt dus in f 360,- (bruto loon) en de werkgever f 335,- zijnde f 250,- + f 85,-. Afgezien van koerswinst of -daling op de beleggingen van de Stichting legt de werknemer ongeveer netto f 12,50 à f 15,- per maand in, waarvoor hij f 695,- per jaar terugkrijgt. Bij deelname aan deze regeling bindt de deelnemer zich voor een periode voor vijf jaar. Deze verbintenis houdt op te bestaan op het moment dat aan de contractuele verplichting jegens de Werknemers Participatie Maatschappij (WPM) om een van te voren afgesproken hoeveelheid certificaten van aandelen te kopen door de spaarinstelling is voldaan. In figuur 14 wordt deze constructie uitgebeeld.

⁶² Bron: Reglement Spaarloonregeling en Statuten Stichting Werknemersbelangen Van Boekhoven-Bosch.

Bij de aandelenparticipatie kocht de WPM daartoe in eerste instantie de aandelen van de directeur, waarna de werknemers over een aantal jaren verspreid hun spaargeld zullen inbrengen om de aandelen van de WPM over te nemen. Bij de totstandkoming van deze regeling heeft de ondernemingsraad een belangrijke rol gespeeld door één van de aandeelhouders te overtuigen van het nut van een dergelijke regeling. Dit heeft tot gevolg gehad dat deze financier 5% van zijn aandelen afstond aan de WPM. Via de spaarloonregeling hoeven zowel de werknemer als de werkgever tot een maximum van f 1.372,- per werknemer nagenoeg geen belasting en sociale premies af te dragen. De deelnemingsbewijzen worden door de WPM overgedragen aan de werknemers. De werknemers sparen om de aandelen (300 aandelen van nominaal f 1.000,-) van de WPM (belastingvrij) over te nemen.



Figuur 14: Structuur Werknemers Participatie bij Boekhoven-Bosch b.v.

Een werknemers beleggingsgemeenschap (Stichting Werknemersbelangen Boekhoven-Bosch) beheert de spaargelden van de werknemers. Deze beleggingsgemeenschap geeft deelnemingsbewijzen uit, waardoor individuele werknemers naar rato van hun inleg het economisch eigendom van de certificaten van aandelen verkrijgen. Jaarlijks ontvangt iedere deelnemer een opgave van de door hem/haar gespaarde bedragen. Tevens wordt dan vastgesteld hoeveel de gespaarde bedragen van iedere deelnemer waard zijn.

Bij de berekening van de waarde van het participatiebewijs spelen de volgende variabelen een belangrijke rol, te weten: de rentabiliteitswaarde op basis van het gerealiseerde resultaat na belasting over het afgesloten boekjaar (A) en het geprognoseerde resultaat na belasting uit gewone bedrijfsuitoefening voor het volgende boekjaar (B) volgens de goedgekeurde jaarrekening exclusief buitengewoon resultaat. Het gewogen gemiddelde tussen A en B wordt vermenigvuldigd door de koers/winstfactor die hoger is naarmate de winst hoger is. De hoogte van C wordt ondermeer afgeleid uit min of meer vergelijkbare ter beurze genoteerde ondernemingen.

De formule voor de waarde per aandeel ziet er als volgt uit:

$$\frac{2A + 2B}{3C}$$

De WPM verplicht zich de certificaten die zij gedurende de spaartermijn van 5 jaar bezit, conform de statutaire aanbiedingsregeling van Boekhoven-Bosch aan de andere aandeelhouders van Boekhoven-Bosch aan te bieden in geval de WPM de certificaten aan anderen dan de werknemers zou willen vervreemden.

In verband met de blokkeringsregeling in de statuten van Boekhoven-Bosch is een Stichting Administratiekantoor opgericht, waarvan het bestuur door de WPM werd gevormd. Als bijvoorbeeld Boekhoven-Bosch fuseert of wordt overgenomen dan heeft het administratiekantoor het recht de aandelen te vervreemden aan de nieuwe partner en niet aan derden.

Aangezien de werknemers van het bedrijf onder de CAO van de grafische industrie vallen, kwam in het loon na de losmaking uit Elsevier geen verandering. De eerste twee jaren na de MBO hebben de 426 werknemers van Boekhoven-Bosch dezelfde inkomsten uit winstdeling genoten als de werknemers van het Elsevierconcern. De Elsevier winstuitkering was gerelateerd aan het uitgekeerde dividend dat door het personeel van de drukkerij niet beïnvloed kon worden. Voor 1990 wordt daarentegen de uitgekeerde winst per werknemer voor het eerst gebaseerd op de winst voor belasting van Boekhoven-Bosch over 1989. Deze was gemiddeld tweemaal zo hoog als de winstdeling van het voormalig moederbedrijf. Van de winst bij Elsevier werd onafhankelijk van de winst van Boekhoven-Bosch 3% aan het personeel uitgekeerd, terwijl het winstdelingssysteem bij Boekhoven-Bosch zo is opgebouwd dat van enig winstaandeel door het personeel wordt afgezien als de winst van Boekhoven-Bosch kleiner is dan f 2.000.000,-. Dit wordt uitgedrukt in een minimumrendementspercentage (3,5%) van het gemiddelde werkzame vermogen. Dit vermogen wordt berekend door op de peildatum vastgelegde vaste en vlottende activa bij elkaar te tellen en daarop in mindering te brengen de crediteuren vaste activa en vlottende activa en het aandeel van 50% van het werkzame vermogen van Teleprint dat SDU toekomt. Bij een aan Boekhoven-Bosch toekomend winstbedrag (winst voor belasting en na rente) ter grootte van 3,5% tot 7% van het werkzame vermogen, wordt 10% van de winst uitgekeerd met in achtneming van de 3,5 % minimumrendementsnorm en het eventueel tekort dat ontstaat tussen het normrendement en het werkelijk rendement in enig jaar. Is het winstbedrag (winst voor belasting en na rente) hoger dan 7% van het gemiddelde werkzame vermogen dan wordt daarvan 20% uitgekeerd. Een voorbeeld moge dit verduidelijken.

Voorbeeld 1:

Gesteld dat de werkelijke winst in enig jaar f 3 miljoen bedraagt, de rendementsnorm f 3,5 miljoen en het gemiddeld werkzaam vermogen f 50 miljoen dan wordt het winstaandeel voor het personeel als volgt opgebouwd:

- eerst wordt de eerste 3,5% van het gemiddeld werkzame vermogen genomen: f 1,750 miljoen. Dit is het zogenaamde minimumrendement, daarvan wordt geen winstaandeel voor het personeel berekend.
- ligt de winst in enig jaar daar boven dan wordt wederom 3,5% van het gemiddeld werkzaam vermogen genomen ad f 1,750 miljoen. Deze 3,5% wordt verrekend met een eventueel tekort dat ontstaat als het werkelijk rendement f 3 miljoen onder het normrendement van 7% van het gemiddelde werkzame vermogen ligt, namelijk f 3,5 miljoen. De winstuitkering bedraagt 10% van f 1,750 miljoen minus het verschil tussen het normrendement en het werkelijk rendement, ad f 500.000,-. De winstuitkering aan het personeel bedraagt dan: 10% van f 1,250 miljoen of te wel f 125.000,-.

Voorbeeld 2:

Stel dat het werkelijke rendement in ons voorbeeld echter een stuk hoger ligt dan de rendementsnorm en op f 5 miljoen uit komt, dan verloopt de opbouw van het winstaandeel als volgt: 10% van f 1,750 miljoen = f 175.000,-. Het werkelijke rendement (f 5 miljoen) ligt f 1,5 miljoen boven de rendementsnorm van 7% van het gemiddeld werkzaam vermogen (ad f 3,5 miljoen). Hier wordt over het verschil de zogenaamde overwinst 20% uitgekeerd. In ons voorbeeld komt boven op die f 175.000,- nog de 20% van f 1,5 miljoen = f 300.000,-, in totaal wordt f 475.000,- uitgekeerd aan winstaandeel.

Ligt de rendementsnorm hoger dan de jaarwinst dan wordt slechts een geringe winstuitkering aan het personeel verstrekt. Is er sprake in enig jaar van een overwinst, d.w.z de rendementsnorm wordt overtroffen door de jaarwinst, dan wordt eerst 10% geheven over 3,5% van het gemiddeld werkzame vermogen, vermeerderd met 20% van de overwinst. De overwinst ontstaat als de werkelijke winst in enig jaar boven de rendementsnorm van 7% van het gemiddeld werkzaam vermogen stijgt. Conclusie: bij een stijging van de winst met 66% groeit het winstaandeel met circa 100%.

Hoe hoger dus de werkelijke winst hoe groter het aan het personeel uit te keren bedrag aan overwinst. Het personeel in vaste dienst kan aanspraak maken op een aandeel in de winst voor belasting voorzover deze een nader aan te geven minimum rendement overschrijdt. Dit aandeel in de winst wordt uitgedrukt in een percentage van de loongrondslag en wordt per kwartaal uitbetaald onder aftrek van de voorgeschreven belastingen en premies. Van het winstaandeel kan tot een maximum van f 750,- belastingvrij worden overgeboekt op een winstdelingsspaarrekening. Het personeel dat langer dan 3 jaar in dienst is zal, indien aandeelhoudersparticipatie mogelijk is gemaakt, aan het eind van het jaar het recht hebben om het op de spaarrekening overgeboekte bedrag aan te wenden voor de aankoop aandelen Boekhoven-Bosch tegen een door deskundigen nader te formuleren koers.

Het managementkader (20-25 mensen), gerekend vanaf het middenkaderniveau, kent

naast het algemene winstdelingssysteem nog een extra winstdeling, een soort gratificatiesysteem. De algemeen directeur bepaalt jaarlijks daarvan het percentage. Voor de MBO bestond deze regeling al met dien verstande dat na de MBO het percentage niet vast is maar afhankelijk is gesteld van de hoogte van de winst. De algemeen directeur heeft een eigen regeling met de Raad van Commissarissen, die niet anders is vergeleken met de Elsevier tijd. Het hogere management had wel willen participeren in het aandelenkapitaal bij de MBO, maar de participatiemaatschappijen wilden hiervoor geen aandelen afstaan.

Het overgrote deel van het personeel vindt volgens de directie in het aandelenbezit en de winstdelingsregeling een sterke stimulans om bij het bedrijfseconomisch wel en wee van de onderneming betrokken te zijn. Doordat het persoonlijk inkomen voor een deel mede afhankelijk is van het ondernemersinkomen, staan de bedrijfsresultaten veel centraler in de beleving van de werknemers. Hoewel de winstdelingsregeling geen dagelijks gespreksonderwerp is, leeft het wel bij het personeel. De hoogte van de winst voor belasting en na rente is namelijk direct afhankelijk van de lengte van de factureringstermijn. Loopt deze termijn op dan gaat dat ten koste van de winstuitkering voor het personeel. Hetzelfde effect hebben schadeorders, slechte kwaliteit, prijsdalingen, etc. Het materiële effect van de mede verantwoordelijkheid voor de bedrijfsresultaten is niet direct zichtbaar. De winstuitkering vindt pas in mei in het volgende jaar plaats. Het verband tussen efficiënt handelen en winstuitkering wordt verzwakt vanwege het feit dat de winst één keer per jaar wordt vastgesteld. Dit verhindert bijvoorbeeld een uitkering per kwartaal. Op een aandeel Boekhoven-Bosch van nominaal f 1000,- is een netto resultaat (winst) behaald van f 632,- in 1989, f 43,- in 1990 en f 428,- in 1991.

Het lagere personeel is meer gemotiveerd dan vroeger, toen men zich meer conformeerde aan de cao's van de grafische industrie en de afspraken met de O.R.. Bovendien, Elsevier zou Boekhoven-Bosch toch niet failliet laten gaan. De betrokkenheid bij het werk is door het complex aan maatregelen (winstuitkering, spaarloonregeling, organisatie-maatregelen, mensgericht personeelsbeleid etc.) sterk verbeterd, hoewel het ziekteverzuim toch nog enkele procenten boven het branche-gemiddelde ligt. Oorzaak hiervan is waarschijnlijk de 3-ploegendienst en de gebrekkige controle door het GAK. Of het aantal klachten van klanten respectievelijk het aantal schade-orders afneemt als gevolg van de hogere betrokkenheid van het personeel bij het wel en wee van het bedrijf, dient nader onderzoek uit te wijzen.

6. Conclusie

De case-studie bevestigt het associatieve verband tussen toegenomen flexibiliteit en verbeterde economische prestaties. Uit de toetsing leiden we af dat als gevolg van de MBO de principiële samenhang tussen ondernemingsdoel, exploitatie-, investerings- en

financieringsbeslissingen in de beleving van de participanten (management, personeel en financier) voluit de aandacht krijgt. De case-studie beschrijft de beslissingen betreffende de exploitatie zoals de werkplanning, de orderaanname, de logistiek, de brutomarge, het assortiment, de prijsstelling, de verkoopbevordering, de service aan afnemers, alsmede investeringsbeslissingen inzake capaciteitsuitbreiding en de verkleining van het werkkapitaal.

De gevolgen van de financieringsbeslissing komen door de substantiële bijdrage in het eigen vermogen van het bedrijf nadrukkelijker dan voorheen voor rekening en risico van het management. In mindere mate geldt dit ook voor het personeel. Door zelf risico te lopen wordt de betrokkenheid bij de genoemde exploitatie- en investeringsprocessen vergroot. Dit komt onder meer tot uiting in een flexibele opstelling jegens de bedrijfsvoering en het ondernemingsbeleid. Delegatie van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden, jobrotatie, begeleiding, opleiding, 'teambuilding' en een directe terugkoppeling van informatie over de prestaties zijn typerend voor de situatie na de MBO. De case-studie laat zien waar voor de managers/eigenaren en de financier(s) concrete aangrijpingspunten liggen om de economische prestaties van de verzelfstandigingsoperatie te vergroten. Hierin spelen de vergroting van de operationele, structurele en strategische flexibiliteit een belangrijke rol.

De verbeterde economische prestaties van het bedrijf na de MBO overziend kunnen we stellen dat het bedrijf een krachtige positieve ontwikkeling doormaakt. De verbeteringen zijn vooral na de MBO tot stand gebracht en hoewel de aanzet van sommige veranderingen stamt van voor de MBO, is de veranderbereidheid nadat het bedrijf op eigen benen komt te staan, sterk verbeterd. Bijvoorbeeld: zwakke plekken in het assortiment en afhankelijkheid van een order signaleerde het verantwoordelijke management al voor de MBO, maar na de MBO gaat men er echt wat aan doen. Na de uitkoop uit Elsevier krijgt ondernemerschap op alle niveaus, getuige de organisatorische maatregelen, volop gelegenheid zich te ontplooien en er wordt beter door de nieuwe Raad van Commissarissen op gelet. De omzet wordt gezond gemaakt en naast volumegroei vanwege de toename van de vraag, ziet het bedrijf ook kans om door kwaliteitsmaatregelen omzet naar zich toe te trekken. Er wordt beter gepland en kwalitatief sneller op elkaar afgestemd voor wat betreft de operationele vraagstukken in het bedrijf. Invoering van de 'profit center' gedachte draagt bij aan de verhoging van de kostenbewustheid. Het kwaliteitstreven past in de voortschrijdende technologische vernieuwing en toenemende internationalisering. Het vergt in het bedrijf momenteel inspanning van het management om de personeelsfunctie opnieuw in te bedden.

Na de MBO is er sprake van een betere voedingsbodem om tegenvallers sneller aan te pakken dan gebruikelijk was ten tijde van de Elsevierperiode. Het bewustwordingsproces dat het 'anders' moest is na de MBO duidelijk herkenbaar. Vooral de tegenvallende bedrijfsresultaten van het eerste kwartaal in 1989 hebben ertoe bijgedragen dat de aanbevelingen uit het GEA-rapport sneller konden worden ingevoerd. De acceptatie om

voor het eigen bedrijf te knokken was bij het personeel hoger.

Het management en personeel van Boekhoven-Bosch bezitten door hun participatie in het eigen vermogen van het bedrijf en de wetenschap dat niet meer op het moederbedrijf kan worden teruggevallen, een sterke prikkel om het drukproces zelf en de fasen die eraan vooraf gaan (pre press fase) evenals de fase van distributie waar mogelijk te verbeteren.

De lijn tussen klant en bedrijf is korter geworden, de disciplines verkoop en productie hebben beter begrip ontwikkeld voor ieders (on)mogelijkheden, in tegenstelling tot voor de MBO, waar de technische oriëntatie overheerste en soms hobbyïsme werd bedreven. In de nieuwe organisatie werkt men in teams samen aan de order van de klant. Men is zich zakelijker gaan opstellen en loopt meer risico als gevolg van het feit dat er vanuit een hernieuwd ondernemerszin actief aan de ontwikkeling van de drukkerij wordt gewerkt. De veranderingen in de organisatie vloeien hieruit grotendeels voort. Voor de MBO worden door het hoofdkantoor meer risicoloze investeringsvoorstellen uitgevoerd. Er werd geen actief ontwikkelingsbeleid voor de drukkerijen gevoerd. De gedelegeerde namens de moeder kon doorgaans de technische details van de voorstellen niet beoordelen.

Het verschil met de oude en nieuwe organisatie zit niet zozeer in een verlaging van het aantal echelons waardoor de besluitvorming efficiënter plaatsvindt dan vroeger, maar in het feit dat door enerzijds nieuwe functies en nieuwe afdelingen te scheppen en anderzijds bestaande functies in elkaar te schuiven, de kwaliteit van het overleg en de besluitvorming door nieuwe communicatiepatronen verbeterd is. Hierdoor is de organisatie platter geworden. Een voorbeeld is ordermanagement, dat als een *organisatorisch* antwoord van de drukkerij kan worden gezien om de uitgever van dienst te kunnen blijven die steeds later zijn materiaal aanlevert om actueel te kunnen blijven.

De verantwoordelijkheden worden na de verzelfstandiging duidelijker gestructureerd en de individuele kwaliteiten van sleutelfunctionarissen op nieuwe posten in het bedrijf komen beter tot hun recht.

Daarnaast is het zo dat voor de drukkerijen geldt dat zij ieder jaar 1 à 2 % van de totale kosten aan efficiëntieverbeteringen moeten noteren om in de race te kunnen blijven. Deze efficiëntieverbetering wordt namelijk doorgegeven aan de klant omdat er door de prijsconcurrentie van VNU prijsbederf optreedt. Na de verzelfstandiging krijgt deze eis nog meer gewicht in de bedrijfsvoering.

De besproken maatregelen illustreren de dynamiek in de organisatiestructuur als een systeem van afspraken over verplichtingen en bevoegdheden tussen individuen en afdelingen, teneinde de voortgang van het primaire proces, in dit geval het drukken van tijdschriften en telefoonboeken, zo gestroomlijnd mogelijk te laten verlopen.

Aangehaalde literatuur

Aerts, F., *Strategie-implementatie bij ondernemingen die via een management buy-out verzelfstandigd zijn*, Doctoraalscriptie Vakgroep Interne Organisatie, Economische Faculteit, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1990.

Amsterdamse Investeringsbank NV, *1980-1990 Verzelfstandigingen in Nederland*, Amsterdamse Investeringsbank, Amsterdam, 1990.

Annink, R.A.P., *Verzelfstandiging, strategische en organisatorische overwegingen voor het zelfstandig maken van concerndochters*, Van Gorcum, Assen/Maastricht, 1990.

Ansoff, H.I. and R.G. Brandenburg, A Language for Organization Design, in Jantsch, E. (ed), *Perspectives of Planning*, Paris, OECD, 1969.

Arnfield, R., B. Chiplin, M. Wright en M. Jarrett, *Management Buyouts: corporate trend for the 80s?*, University of Nottingham, Industrial & Business Liaison Office, 1981.

Bannock, G., *The Economic impact of Management Buy-outs*, 3i, London, 1990.

Birley, S., Success and Failure in Management Buy-Outs, *Long Range Planning*, Vol. 17 No. 3, 1984, pp. 32-40.

Bonnet, M.P.B. en A.C.C. Herst, 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, 1991, p.199.

Broekstra, G., *Het creëren van intelligente organisaties*, Oratie EUR, 1989.

Bruijn, R.P., J. Bruining, A.C.C. Herst en A.C. de Jong, *Corporate restructuring in the Netherlands: Management Buy-Out Performance and Agency Theory*, Paper presented at The Seventh International Conference of Europeanists, Washington, maart 1990.

Bruining, J. en A.C.C. Herst, Management Buy-outs in the Netherlands, in *The Guide to Management Buy-Outs 1991/92*, Volume I The Guide, The Economist Intelligence Unit, May 1991, pp. 207-229.

Bruining, J. en A.C. de Jong, *Holland Management Buy-Outs, Jan. 1985-Oct. 1989*, Center for Research in Business Economics, Erasmus University Rotterdam, 1989.

Bruining, J. en A.C. de Jong, The Netherlands, Growing by both volume and value of deals, *Acquisitions Monthly*, November 1990, pp.93-94.

Bruining, J., *De Management Buy-Out in Nederland, Een overzicht van de jaren 1980-1990*, Management buy-out research unit, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1991, pp. 23-63.

Buitenen, T.F. van, Verzelfstandiging, in R.T.C.H.M. Lamberts e.a (red.), *Ondernemingsfinanciering IB*, Open Universiteit, Heerlen, 1991.

Bull, I., Management Performance in Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis, in Y. Amihud (ed), *Leveraged Management Buyouts, Causes and Consequences*, Dow Jones-Irwin, New-York, 1989, pp. 69-94.

Child, J., Managerial and organizational factors associated with company performance, *Journal of Management Studies*, part 1, October, 1974, pp. 175-189.

Child, J., Managerial and organizational factors associated with company performance, *Journal of Management Studies*, part 2, February, 1975, pp. 12-27.

Chiplin, B., J. Coyne en M. Wright, *Management buy-outs: The prospects in continental Europe; a ten country study*, 3i, 1988.

Chiplin, B., M. Wright en K. Robbie, *UK Management Buy-outs 1989*, Centre for Management Buy-out Research, University of Nottingham, 1989.

Chiplin, B., M. Wright en K. Robbie, *UK Management Buy-outs 1990*, Centre for Management Buy-out Research, University of Nottingham, 1990.

Chiplin, B., M. Wright en K. Robbie, *UK Management Buy-outs 1991*, Centre for Management Buy-out Research, University of Nottingham, 1991.

Copeland, T.E. en J.F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley, Reading (Massachusetts), 1988.

Crawford, E.K., *A Management Guide To Leveraged Buyouts*, John Wiley & Sons, New-York, 1987.

Daems, H., *De Onderneming ten Overstaan van het Concentratie-fenomeen, in Strategische Ondernemingsplanning in een evoluerende Omgeving*, pIII 8, Kluwer/Antwerpen, 1977, pp. 1-49.

Dam, C. van, Doelstelling, waarde en investeren in Nederland, *Bedrijfskunde*, 3, 1978, pp. 228-236.

DeAngelo, H., L. DeAngelo and J.L. Rice, Going private: The Effects of a Change in Corporate Ownership Structure, *Midland Corporate Finance Journal*, 2, 35-43, 1984.

DeAngelo, H. and L. DeAngelo, Management buyouts of publicly traded corporations, *Financial Analysts Journal*, May-June, 1987, pp. 38-49.

Douma, S.W., Op weg naar een economische organisatie-theorie: de agency theorie, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, 1/2, 1988, pp. 2-11.

Easterwood, J.C. , Seth, A. and R.F. Singer, The impact of LBO's on Strategic Direction, *California Management Review*, Fall, 1989, pp. 30-42.

Ek, J.C. van, De betrokkenheid van de werknemers bij de MBO van drukkerij Boekhoven-Bosch, in M.P.B. Bonnet, J. Bruining, A.C.C. Herst (red.), *Handboek voor Management Buy-Out, theorie en praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, 1991, p. 274.

Eijgenhuijsen, H.G., J.G.J.F. Oudejans en G. Rietkerk, Aandelenopties voor management en personeel sterk in opkomst, *De Naamlooze Vennootschap*, jan./feb. 1987, pp. 1-6.

Fama, E.F. en M.C. Jensen, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, pp.301-326.

Festinger, L., *A theory of cognitive dissonance*, Tavistock Publication, Londen, 1957.

Forsyth, R.W., Bad Grades: Takeovers Teach a Costly Lesson to Bond Holders, *Barron's*, February 24, 1986, pp. 24.

Foster, G., *Financial statement analysis*, Prentice-Hall, New Jersey, 1986.

Gibson, C.H. and P.A. Frishkoff, *Financial statement analysis; using financial accounting information*, Kent Publishing Company, Boston, 1983.

Gool, P.C. van, Management Buy-Out, in J. Bilderbeek, J.M.L. Janssen en G.W.R. Vijge (red.), *Ondernemingsstrategie, Theorie en Praktijk*, Stenfert Kroese, Leiden, 1986, pp. 252-266.

Goroff, M., *Leveraged Buyouts of Public Corporations: An Explanation and Defense*, mimeo, Harvard Law School, 1985.

Graeper, M., Germany: Buyouts remain comparatively rare, *Acquisitions Monthly*, November 1990, pp. 91-92.

Hanney, J., Management buy-outs: An offer you can't refuse, *Omega*, Vol 14 No. 2, 1986, pp. 119-134.

Heappy, M and B. Weller, *Structuring of large management buyouts*, (unpublished MBA-research report), University of East-Anglia, 1988.

Herst, A.C.C., *Verzelfstandiging en Financiering*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, 1990.

Hesseling, P., *Kringloop van kennis in economische organisaties*, Stenfert Kroese, Leiden, 1984.

Heuze, C., en M. Wright, France, Mainland Europe's largest market, *Acquisitions Monthly*, November 1990, pp. 88-90.

Hite, G.L. and M.R. Vetsuypens, Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth, *The Journal of Finance*, Vol XLIV No4, 1989, pp. 971.

Hoeven, P.G.A. van der, Fiscale aspecten van de Management Buy-Out, in M.P.B. Bonnet, J. Bruining, A.C.C. Herst (red.), *Handboek voor Management Buy-Out, theorie en praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, 1991, pp. 143.

Holström, B. and P. Milgrom, Aggregation and linearity in the provision of intemporal incentives, *Econometrica*, Vol.55 No2, March 1987, pp. 303-328.

Hoogendoorn, M.N., *Stelselwijzigingen in de jaarrekening*, Proefschrift, Erasmus Universiteit Rotterdam, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1990.

Hoorn, Th.P. van (eindred.), *Management Buy-Outs, Voorbereiding, Ontwikkeling, Realisatie*, Kluwer/NIVE, Deventer, 1986.

Howe, H.C., *What can be learned from us experience of buy outs?*, Financial Times Conferences, oct., 1990.

INDIS, Buro voor Industrieel en Professioneel Onderzoek B.V., *Verzelfstandiging van Bedrijven, een Onderzoek in Opdracht van de Nationale Investeringsbank*

(ongepubliceerd) Nationale Investeringsbank, Amsterdam, september 1985.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.

Jensen, M.C. and K.J. Murphy, *Are Executive Compensation Contracts Structured Properly?*, MERC-86-14, University of Rochester, Managerial Research Center Working Paper.

Jensen, M.C., Agency costs of free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, May 1986, pp. 323-329.

Jensen, M.C. en J.B. Warner, The distribution on power among corporate managers, shareholders and directors, *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 3-24.

Jensen, M.C., Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, September-October, 1989, pp. 61-74.

Jensen, M.C. and K.J. Murphy, CEO Incentives-It's not how much you pay, but how, *Harvard Business Review*, May-June, 1990, pp. 138-153.

Jones, C.S., *Accounting and organisational change; an empirical study of management buyouts*, Paper presented at the 11th Congress of the European Accounting Association, Nice, April, 1988.

Jong, A.C. de, *Effectief sociaal ondernemingsbeleid bij een management buy-out*, Een exploratief onderzoek Rotterdam: Stichting Moret Fonds, 1992.

Jong, J. de, *Management buy-out: verlies of opportunity*, in D.S. Bree (red.), *Vuistregels bij Besluitvorming*, Universitaire Pers Rotterdam, 1989, pp. 123-126.

× Kaplan, S.N., *Sources of value in management buyouts*, Harvard University, 1988.

× Kaplan, S.N., The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, 24, 1989, pp. 217-254.

Keus, J., *Ondernemingswinst en werkgelegenheid; Een bedrijfseconomische benadering*, Proefschrift, Erasmus Universiteit Rotterdam, Kanters B.V., Alblasterdam, 1986.

× Kieschnick, R.L., *Managements buyouts of public corporations: An empirical analysis*,

UMI, Michigan, 1987.

Kitching, J, Early returns on LBO's, *Harvard Business Review*, November-December 1989, pp. 74-81.

Kohlberg J. In: E.K. Crawford, *A Management Guide To Leveraged Buyouts*, John Wiley & Sons, Toronto, 1987, pp. 12.

Kok, M.A. en P. van der Meijden, De leveraged buy-out, het fragiele evenwicht tussen cash flow, rendement en continuïteit, *Bedrijfskunde*, 1988/2, pp. 120-129.

Kumpe, T., P.T. Bolwijn en B. Goudswaard, *Over ondernemen en industrieel elan*, Kluwer, Deventer, 1985.

Kuyper, J., *Concernvoordelen en concernstructuur in een dynamische omgeving*, Doctoraalscriptie Vakgroep Interne Organisatie, Economische Faculteit, Erasmus Universiteit, 1985.

Kuyper, J. en G.J. Ruizendaal, Vervlechting en ontvlechting van concerns, *Economische Statistische Berichten*, 12 juni 1985, pp. 570-575.

Lichtenberg, F.R. and D. Siegel, *The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior*, National Bureau of Economic Research, Working paper series, no. 3022, 1989.

Linnes, E., Mezzanine finance in Europe, set for prudent a steady growth, *Acquisitions Monthly*, November 1990, pp. 61-64.

Lloyd, S., Coyne, J. and M. Wright, *Trends in managements Buy-outs*, CMBOR/Venture Economics, 1987.

Los, J.A., De prijsbepaling van TIP, in D.S. Bree (red.), *Vuistregels bij Besluitvorming*, Universitaire Pers Rotterdam, 1989, p. 133.

Lowe, J and T. Naughton, *Understanding the Australian Management Buyout Market*, working paper, University of Wollongong, 1990.

Lowenstein , L., Management Buy-outs, *Columbia Law Review*, May, 1985, pp.730-784.

Lowenstein, L., No more cozy management, *Harvard Business Review*, January-February 1986, pp. 151-152.

Lugtenburg, R. *Het functioneren van Management-Buy-Outs*, Doctoraalscriptie Vakgroep Interne Organisatie, Economische Faculteit, Erasmus Universiteit, 1986.

Marais, L., K. Schipper en A. Smith, *Management Buyout Proposals and Corporate Claimholders: Explicit Recontracting and Differential Wealth Effects*, University of Chicago, Graduate School of Business, working paper.

Melicher, R.W. en D.F. Rush, Evidence on the Acquisition-Related Performance of conglomerate Firms, *Journal of Finance*, May 1974, pp. 141-149.

Miller, M.H., Debt and Taxes, *Journal of Finance*, Vol. XXXII No. 2, 1977, pp. 261-275.

Mintzberg, H., *The structuring of organizations: A synthesis of the research*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1979, p.2.

Moleveld, W.P., Het management buy-out-rapport: berekend (zelf-) vertrouwen, in M.P.B. Bonnet, J. Bruining, A.C.C. Herst (red.), *Handboek voor Management Buy-Out, theorie en praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, 1991, pp. 254.

Morck, R., A. Shleifer, en R.W. Vishny, Management ownership and market valuation, *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 293-315.

Muscarella, C. and Vetsuypens, M., *Efficiency and Organisational Structure: A study of Reverse LBO's*, Working paper, Southern Methodist University, 1989.

Myers, S.C., The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, July 1984, pp. 575-592.

Naisbitt, J., *De onderneming heruitgevonden*, Warner Books, New-York, 1985.

Oudejans, J.G.J.F en G.Rietkerk., Aandelenopties voor management en personeel sterk in opkomst, *De Naamloze Vennootschap*, jan/feb 1987, pp. 1-6.

Pauwe, J., *Sociaal ondernemingsbeleid: tussen dwang en ambities*, Proefschrift, Erasmus Universiteit Rotterdam, Samsom, 1989.

Perrow, C., *Complex Organizations-a critical essay*, third edition, Random House, Inc. New York, 1987.

Peters, T.J. en D.H. Waterman, *In search of excellence*, Harper & Row, New-York, 1982.

- Piersma, J., Zelfs Internatio doet straks waar het goed in is, *Het Financieele Dagblad*, 27-04-91.
- Poel, J.H.R van de, *Judgement and Control; Individual and Organizational Aspects of Performance Evaluation*, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1986.
- Poel, J.H.R van de, Contract en beheersing, een theoretische analyse, *Maandblad Bedrijfsadministratie en Organisatie*, nr. 1107, 1989, pp.150-157.
- Rappaport, A., *Aandeelhouderwaarde creëren*, Kluwer Bedrijfswetenschappen / NIVE, Deventer / 's-Gravenhage, 1988, p.87.
- Robinson, E.A.G., The problem of management and size of the firm, *Economic Journal*, 44, 1934, pp. 242-257.
- Schilfgaarde, P. van en W.J.M. Cornelissen, *De flexibele onderneming; mogelijkheden en instrumenten om de flexibele inzet van personeel te vergroten*, Van Gorcum, Assen, 1988.
- Schilfgaarde, P. van en T.M. Keuzenkamp, *Management bij stagnatie*, Van Gorcum, Assen, 1983.
- Shavell, S., Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship, *Bell Journal of Economics*, Spring, 1979, pp. 55-73.
- Siegel, S., *Nonparametric Statistics for the behavioral sciences*, McGraw-Hill, Kogakusha, 1956.
- * Singh, H., Management buyouts: distinguishing characteristics and operating changes prior to public offering, *Strategic Management Journal*, 11, 1990, pp. 111-129.
- Slagter, W.J., Vennootschappelijke aspecten van de management buy-out, in M.P.B. Bonnet, J. Bruining, A.C.C. Herst (red.), *Handboek voor Management Buy-Out, theorie en praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, 1991, pp. 311.
- Sliepenbeek, J.L.M., Buyouts in perspectief, *Tijdschrift Financieel Management*, 4, 1988a, pp. 4-9.
- Sliepenbeek, J.L.M., *Beyond the buyout; an exploratory study of the organizational changes following management buy-outs*, KPMG, Utrecht, 1988b.
- Sman, R. , Management buy out past in tijdsbeeld, *Harvard Holland Review*, 11, zomer

1987, pp. 26-34.

Smith, A.J., Corporate ownership structure and performance: The case of the management buyouts, *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, pp. 143-164.

Someren, T.C.R. van, *Innovatie, Emulatie en tijd: De rol van de organisatorische vernieuwingen in het economische proces*, Thesis/Tinbergen Instituut, Amsterdam, 1991.

Spitholt, M.G.M., Besluitvorming inzake MBO door het concern-management, in M.P.B. Bonnet, J. Bruining, A.C.C. Herst (red.), *Handboek voor Management Buy-Out, theorie en praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, Deventer, 1991, pp. 181-191.

Stano, M., Monopoly power, ownership control and corporate performance, *The Bell Journal of Economics*, Autumn, 1976, pp. 672-679.

Swanborn, P.G., *Methoden van sociaal-wetenschappelijk onderzoek; inleiding in ontwerpstrategieën*. Boom, Meppel, 1987.

Ten Holte, H., *Benaderingen van organisaties vergeleken. Een kritische bespreking van theorievorming over de relaties tussen strategie en structuur van organisaties*, Landbouwniversiteit Wageningen, 1987.

Thompson, S. and M. Wright, Markets to Hierarchies and Back Again: The Implications of Management Buy-outs for Factor Supply, *Journal of Economic Studies*, Vol. 14, 1987, pp. 5-22.

→ Thompson, S. and M. Wright, Agency Costs of Internal Organisation, *Internal Organisation, Efficiency and Profit*, Philip Allan, Oxford/New Jersey, 1988.

Thompson, S., M. Wright, and K. Robbie, Buy-outs, Debt and Efficiency, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 2 No 1, 1989, pp. 76-85.

→ Thompson, S., M. Wright and K. Robbie, Management buy-outs from the Public Sector: Ownership Form and Incentives Issues, *Fiscal studies*, Vol II, No 3, 1990a.

→ Thompson, S., M. Wright and K. Robbie, *Management Equity Ownership, Debt and Performance: Some evidence from UK Management Buy-outs*, CMBOR Occ. Paper, 1990b, pp. 1-22.

Torpey, W.J. and J.A. Viscione, Mezzanine money for smaller business, *Harvard Business Review*, May-June, 1987, pp. 116-122.

Travlos, N.G. and M.H. Millon, *Going private buyouts and determinants of shareholders returns*, unpublished working paper, 1987.

Van Dien groep, *De praktijk van de buy-out, handleiding voor het verzelfstandigen van ondernemingen en bedrijfsactiviteiten*, Samsom, Alphen aan den Rijn, 1987.

Walker, A., Mezzanine Finance, *The Treasurer*, Jan., 1989, pp. 43-45.

Warwick Business School, *The long Term Performance of Management Buy-outs*, Touche Ross, 1989.

Webb, I., *Management buy-out; a guide for the prospective entrepreneur*, Gower, Aldershot, 1985.

Weick, K.E., *The social psychology of organizing*, Addison-Wesley, Reading (Massachusetts), 1969.

Wildenberg, I.W., *De revolutie van de kapitaalmarkt. Over fusies, overnames en de terugkeer van de eigenaar-ondernemer*, Academic Service, 1990.

Williams, A.R.T., *Individu en omgeving? Een blik op bedrijfspsychologie in de jaren tachtig*, Samsom, Alphen aan den Rijn, 1979.

Williamson, O.E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, A Study in the Economics of Internal Organization* The Free Press, New-York, 1975.

Williamson, O.E., *The economic institutions of capitalism*, The Free Press, New-York, 1985.

Wissema, J.G., *Unit Management: het decentraliseren van ondernemerschap*, Van Gorcum / Stichting Management Studies, Assen / Maastricht, 1987.

✗ Wright, M. en J. Coyne, *Management buy-outs*, Croom Helm, London, 1985.

Wright, M., K. Robbie and J. Coyne, *Flotations of Management Buy-outs*, CMBOR/Spicer and Pegler Associates, London, 1987.

Wright, M., S. Thompson, B. Chiplin en K. Robbie, *Buy-ins and Buy-outs, new strategies in corporate management*, Graham & Trotman, London, 1991.

Zuidinga, G.J.M., VIVE Boskalis! Overleven door failleren, *Economische Statistische Berichten*, januari, 1985, p. 46.

Yin, R.K., *Case study research, design and methods* (revised edition), Sage Publications, London, 1989, p.43.

Zwaan, A.H. van der, *Organisatie-Onderzoek. Leerboek voor de praktijk: het ontwerpen van onderzoek in organisaties*, Van Gorcum, Assen / Maastricht, 1990, p.43.

Zwan, A. van der, *Managerial Research*, Lezing Erasmus Universiteit Rotterdam, 22 november 1990.

SUMMARY

Performance improvement after management buy-out

This study offers an additional explanation for the performance improvement of Dutch subsidiaries bought by their management teams during the 1980's from their parent companies, as shown in the US and UK literature using evidence of the Dutch context. Most studies show that these divestiture management buy-outs (MBOs) improve their economic results after becoming an independent company. Empirical evidence based on financial information from annual reports indicates that management interventions may be the cause of this improvement. However, those studies do not reveal the precise nature of the expected measures involved, nor do they pay attention to the question as to whether or not there is some coherence between the factors which cause the better economic shape of the company after the buy-out. They neglect to consider the managers involved own view as to what contributed most to the observed performance improvement. This study aims to fill this gap and focusses on what changes buy-out management implement as they attempt to run an independent company for themselves. It develops a framework, based on managerial experiences in succesful MBOs, which offers a set of hypotheses to test the value creation argument. We also address the competing theoretical arguments that what causes improved economic performance after MBOs are primarily non-managerial interventions as tax benefits and information asymmetry.

The study consists of five parts. After the introduction of several definitions of the MBO and our focus in this study on the divisional MBO in Chapter 2, we try to develop in the first part an overall picture how the MBO developed in the Netherlands during 1980-1990 as a corporate restructuring instrument. Secondly, we compare the economic performance of Dutch divisional MBOs with the industry averages during a six year period after the MBO in order to be able to place the usually noticed short term performance improvement of the first. The third part of this study starts with a review of the empirical literature that is concerned with the different explanations about the nature and intent of MBOs as well as about their commonly observed short term performance improvement. In brief we discuss if the arguments hold for the Dutch situation. Fourthly, we look at the additional explanations of financiers and managers/owners with their own MBO experiences as to what causes the improved economic performance after becoming an independent company. The final part contains a set of hypotheses based on three case-studies of MBOs which study in more detail the additional explanations of the managements involved. The hypotheses are formulated in terms of managerial interventions after the MBO to test the value creation argument. It concludes with an analysis of the changed internal-organisational agency-relationship between management/owner and personnel after the MBO. From this analysis we tentatively conclude, that an MBO involves a decrease of agency-costs which could serve as supplementary source of explanation for

the improved economic health.

The rest of this summary is built around the five central themes of this dissertation.

1. An overview of the Dutch MBOs during 1980-1990

From official MBO announcements published in the Dutch financial press, information is gathered about numbers, sources, buyers, sellers and industries where MBOs take place. It is obvious that MBOs have become one of the major instruments for corporate restructuring. Venture capital supply increased in 1990 (f 136 mln) five times the amount of 1984 (f 28 mln), indicating a higher involvement of the venture capital institutions. The divisional MBO is far more popular than other sources of MBOs, such as the independent company in receivership and the shareholder repurchase (220 divisional MBOs to a total of 260). The early MBOs stem from parent companies with financial troubles involving bankruptcy or a turnaround. In many cases they sold their financially sound subsidiaries to their management teams. These are called defensive MBOs. In the period 1980-1983 66 percent of all MBOs fell in this category. The growth of divestment was helped by the government scheme (Garantieregeling Particuliere Participatie Maatschappijen) introduced in 1981 underwriting half of the losses incurred on risktaking (venture capital) shareholdings under certain conditions. Recently, unlike in the period up to the mid-1980s, there has been an absence of MBOs arising as distress sales. The emphasis in the market has shifted away from earlier defensive buy-out transaction to more positive corporate restructuring. This source of MBO we call offensive, because the parent company adopted product-market strategies which concentrates all the resources on the core business activities and thus released unessential units for possible MBOs. In the period 1987-1990 the percentage defensive MBOs decreased to 16 percent, as the offensive ones increased from 28 to 67 percent. Across the whole period 1980-1990 34 percent of the MBOs we labeled as defensive, 55 percent offensive and about 11 percent we could not find from the public available sources what reason prevailed.

The numbers of MBOs show a shift from traditional to non-traditional industries. Some examples of the first are printing, building, machinery and textiles, some of the latter are consulting, software houses, wholesale and service industries. In the period 1980-1983 the ratio non-traditional versus traditional was in the proportion of 6 to 94 percent and in the period 1987-1990 it changed to 35 to 65 percent.

2. Financial ratio-analysis of MBOs

The second part of our research carried out a sample survey based on the numbers of MBOs collected in part one in order to compare different financial ratios of 73 companies after the MBO with the industry averages. For 22 companies the comparison is made for a continuous period of 2 years, 21 companies for a continuous period of three years and for 30 firms four or more successive annual reports are used. Over a range of 7 years, starting from the year in which the MBO took place, we are able to compare the economic performances of different composed groups of MBOs with the industry averages. Our research shows that during 1980-1988 the financial ratios of medium sized Dutch MBOs

related to cash flow, sales and return on investment were significantly better than the average financial ratios of the industries involved. Companies which fulfil two of the three following basic requirements: assets < f 4 mln, turnover ≤ f 8 mln and a labour force < 50 people, are classified as smaller companies. For this category our research indicates, that measured in terms of frequency, they do not significantly often outperform nor underperform the industry averages, except for the frequently lower current and quick ratio during the first years after the transaction. However, when we add the scores of the smaller companies to those of the other MBO companies, the found differences between the respective financial ratios of the MBO companies and the industry averages become significantly stronger.

As a consequence of the lesser reporting obligations for smaller companies in contrast to the other companies in the sample, some financial ratios e.g. the cash flow ratio, the interest coverage ratio and the rates of circulation can not be measured. Therefore we cannot provide general conclusions for all of the financial ratios of the smaller companies from our sample. But nevertheless, the overall picture for this category in relation to the industry averages is positive.

Based on our findings we conclude that explanations for the statistically better financial ratios of medium sized MBOs compared to the industry averages are more firm-specific than industry-specific. Dutch MBO companies appear to have staying power and are an interesting population from which others can learn how to manage after the MBO in order to become a succesful independent firm. Therefore, we focus our research in part four on the interventions management use to create value after the MBO. First we review the empirical literature about performance improvement after the MBO and consider the possible explanations for this.

3. The empirical performance literature

In the empirical performance literature two different kinds of theoretical arguments are offered for economic performance improvement after the MBO. Value creation (by interventions of management) asserts that MBOs are made feasible through major changes in assets management after the MBO. The non-interventions arguments, such as tax benefits, inadequate leverage and managerial opportunism or the information asymmetry argument, assume no significant post buy-out changes in the operations of the firm. They draw upon pre-buy-out tax saving, substitution of equity by debt and undervaluation of the company as the primary drivers of post buy-out gain.

As our research from part two shows we cannot support the tax saving and inadequate leverage argument, because the significantly higher debt levels of MBO companies compared with those of the industry averages, disappear a couple of years after the MBO. Neither does the evidence found in our study give support to the managerial opportunism argument. If managers buy control of the company, because they believe that the company is significantly undervalued by external investors, it is only a question

of timing to 'cash out' through a sale or a public offering after the MBO. Why then do we observe cash flow, sales and return on investment ratios higher than the averages of the industries? Our conclusions are consistent with the empirical studies of Kaplan (1988) and Singh (1990).

Analysis of the performance literature together with the results of our comparative financial ratio study of MBOs and non-MBOs, convinced us that value after the MBO is primarily created by actions of the buy-out management team. So we decided to carry out a more detailed study of the kind of interventions carried out by buy-out management teams.

4. The managerial interventions: the association test

With the permission of the Nationale Investeringsbank N.V. we were able to analyse the findings from a survey carried out in 1985 among 49 buy-outs about the motives and experiences of the MBO-teams involved, which had bought their company from the parent companies. The 49 buy-outs are split in 29 MBOs and 20 Investors Buy-Outs (IBOs), the latter serving as a control group to contrast the findings of the MBOs. Within both groups we compare the succesful with the unsuccessful buy-outs. Therefore we use the Fisher exact probability test as an association test, because it is a useful nonparametric technique for analyzing discrete data (either nominal or ordinal) when the two independent samples are small in size. For succesful MBOs the test shows clear associations between interventions of management which increase internal and external flexibility and economic performance improvement. The interventions which appear to be most important to internal and external flexibility have p-values ≤ 0.05 . Examples of interventions which increase internal flexibility are:

- introduction of functional specialists;
- lesser primacy of production;
- decreasing contracting out;
- shorter lines of communication between management and operations;
- more operating autonomy of management and personnel;
- more direct feedback mechanisms and
- reduction of red tape (lesser bureaucracy).

Examples of interventions which increase external flexibility, as a result of which the organisation is put in a better position to respond succesfully to changes in the market place, are:

- direct lines of communication with customers and quicker decision making;
- better information for customer orientation, supplier and market orientation;
- specific changes in selling, product specifications, pricing and service.

For succesful IBOs no such significant associations between management interventions and economic performance improvement were found. We ascribe this finding to the management equity stake which is a vital element in MBOs and is absent in IBOs.

Without a substantial financial participation of the incumbent management(team) an MBO is impossible. Because of this the management/owners run a higher financial risk and are therefore strongly motivated to find ways to control that risk.

The associated relationship between the two types of flexibility and improved economic performance is worked out in more detail through three case-studies of successful MBOs.

5. Hypotheses to test the value creation argument

By applying the concept of flexibility of Ansoff and Brandenburg we extend the classification in internal and external flexibility used in the survey of the Nationale Investeringsbank N.V.. As far as internal flexibility is concerned, the authors distinguish between operational and structural flexibility. This refinement enables measurement of the abilities of the organisation to make quick and efficient changes in the levels of throughput (operational responsiveness) and to change itself (structural responsiveness). The definition of external flexibility is the same as the definition Ansoff and Brandenburg use for strategic flexibility.

In our case-studies we collected data about the operational, the structural and the strategic responsiveness before and after the MBO, together with data about the economic performance of the company three years before and four years after the MBO. We measured performance by profit before taxes, turnover, cash flow, levels and return on investment. With respect to the operational, the structural and the strategic responsiveness of the MBO-company, we looked for specific data about measures which were taken as a result of the buy-out. We interviewed the management who realized the MBO, the financial backers, some key personnel such as the controller, the treasurer, some assistant managers and worker council representatives. We asked them about changes in the reward systems, organizational structure, strategy, way of decision-making in the management team and the operational information systems.

As well as the interviews we used information from written documents such as business plans, annual reports, venture capital reports, worker council reports and special reports about the industries involved. We compared these changes with the situation before the MBO in order to verify any relationship between these changes and the occurrence of the MBO. So we were able to relate quantitative performance data (output) to more longitudinal data about operational, structural and strategic responsiveness.

We also compared the MBO-company in our case-study with non-MBO companies in the same branche of industry, in order to find out whether the MBO company performed better than the average of the branch of industry to which it belongs. Compared to the control group, two case-studies show better economic performance than the industry averages. In one case the MBO company was catching up, the pace of improvement exceeded that of the industry. The case-studies confirm the suggested relationship between increased operational, structural and strategic flexibility and the performance

improvement after the MBO. During the four years after the MBO transaction the companies in our case-studies appear to show a much better economic performance than before they became independent.

We cannot generalise from the data of our case-studies about the causes of improved economic performance after an MBO, because of the relatively small sample. On the contrary, we want to develop a more precise understanding of the kind of management interventions that enhance operational, structural and strategic flexibility and improve economic performance of the company after the MBO. The following hypotheses are deduced from our case-studies in order to test the value creation argument. These hypotheses are formulated as follows:

I. Dependent on their degree of efficiency, MBOs increase the efficiency of their operations by the following measures: cost cutting programs, improving degrees of capacity utilisation, improving planning and logistics, minimizing working capital, aligning payment with the collective wage agreement in the industry and reorganisation of production.

II. MBOs increase their levels of structural flexibility by taking the following measures:

- downscaling the support staff and creating new staff positions;
- centralising financial control and decision making;
- decentralising marketing and profit responsibility;
- direct communication channels and direct feed-back mechanisms between top management and the operations;
- improving the quality of information sharing;
- arranging recognizable responsibility in positions for product quality;
- better preparedness to change attitudes towards task performing and drive to implementation of work improvements;
- substitution of indirect by direct labour.

III. MBOs improve their economic performance by making explicit strategic choices which products and services to sell and how to approach the (potential) customers. This implies reallocation of funds and reorganising operations.

IV. Internal growth is pursued by measures which create competitive cost levels and increases of gross margins. This places the company in a better position for external growth through taking over organisations with higher added value than the existing range of products and services of the MBO-company.

V. After the MBO the company uses reward systems which are related to the economic performance of the independent company. The most likely are turnover bonuses, profit sharing, stock options, dividends and flexibilisation of a part of the fixed salary.

6. Internal-organisational agency-relationships: a source of explanation?

From our practical but mostly qualitative findings we consider how agency costs are likely to behave in the relationship between principal and agent after the MBO. Our focus is on the entrepreneurial behavioural management aspects (incentives) and not on the issue of control by debt and bonding, which play an important role in the agency-relationship between management and financier. The central question whether or not these agency costs will increase or decrease is discussed in the final chapter of our study. In this chapter we try to find out whether internal-organisational agency-relationships offers a fruitful opportunity to explain the improved economic performance after an MBO. Our empirical findings are classed in two categories: rewards and decision-making.

Rewards

The performance related reward structure after the MBO leads to a higher effort on the part of the manager (and the employees), resulting in a better performance of the company. Management (and employees) work harder, longer and are better motivated because of the financial participation in the company's equity and the reward system, which re-unites residual claims and control at the operational level. Owning a company means that the effort and devotion creates a strong kind of alertness for threats and opportunities influencing the continuity of the company. One might expect that the extra outcome of this incentive system outweighs the contracting costs (one of the categories of agency costs).

Whenever ratchets do occur in the MBO deal management is even more strongly motivated to reach the financial targets in order to get a larger part of the shares from the venture capitalist or to lower the company's debt.

Motivation resulting from the reward contract depends on the possibilities people have to influence the results substantially. It might be expected that the more people are able to influence the performance of the company, the more they are rewarded by systems that relate to this possibility. A performance related part of the wages can be used by top management to hold on its key personnel and to attract others. Thus decreasing the chances of shirking or other opportunistic behaviour which is not in favor of the value of the company. From this behaviour disciplining mechanism we expect lower monitoring costs. Shirking and other opportunistic behaviour are reduced.

In reducing the agency costs the reward system should be connected to the performance of the company and attuned to some distribution of risks and incentives between principal and agent.

Decision-making

The improved speed with which MBO companies make decisions can be explained by the following observations:

1. The thorough knowledge of the actual and future chances of the bought out company. Management must possess technical knowledge, knowledge about the product uses, production, sales, research and finance. It has to be entrepreneurial, knowing the way the organization will go, it has to take initiatives for change and adaptation. So the speed can be partly explained by the clear vision of the management team about the direction the company will go, without the roadblocks of other priorities of the former parent company.

2. The increasing quality of decision-making.

In our case-studies the quality of decision-making improves, because the members of the management team keep themselves more balanced in their contributions to the company. After all they act as statutory directors of the company more equally.

3. The information gathering effort.

The whole information gathering effort becomes focused on determining and carrying out the priorities of the independent company itself, instead of those of the parent company. Frequent and lengthy consultation with the parent company is no longer required.

4. The delegation process.

After the MBO the agency problem can be reduced by delegating to the agent the following elements of the decision making process: initiation and implementation. The remaining elements as ratification and monitoring belong to the domain of the principal.

Because the MBO management team often delegates the former tasks, a new level of management has been created under the top. The role of hierarchy is used to discipline behavior in order to reduce the risk of taking suboptimal decisions. Top management must devote more time to its entrepreneurial role. The delegation process is controlled by using a system of checks and balances.

5. The system of 'checks and balances':

The system of 'checks and balances' used in the hierarchy through budget reporting and budget negotiations has direct implications for the managers and the employees, compared with the situation before the MBO. The eventually negative performance visualized by feedback mechanisms, cannot be transferred to the parent. The MBO company has to cope with that on its own.

This restructuring of the internal organization can be seen as a reformulation of agreements about work constellations and assignments between principals and agents. The latter thereby experiencing the influence of new and fresh priorities which the new owners have set in their jobs. Thus the agent is inclined to act and behave in favour of the interest of the principal, causing lower monitoring and bonding costs. Moreover the principals are inclined to observe each others expenses and hence they will prevent excessive consumption.

We tentatively conclude, as a result of increased responsiveness in operations, in structure and in strategy formulating and implementing, that despite the MBO demanding more monitoring effort, we found strong signals that total agency costs will be reduced. Because we lack understanding about the precise effect the agency-relationships between management and employees have on agency costs and thus on the better economic performance, we cannot definitively answer that question. Further research remains to be done in this field.

