

PRIVATE EQUITY IN FAMILIEBEDRIJVEN

Best practices voor een duurzame relatie

Onderzoek in opdracht van het Instituut voor het Familiebedrijf



Oktober 2013

PRIVATE EQUITY IN FAMILIEBEDRIJVEN

Best practices voor een duurzame relatie

Johan Lambrecht, Diane Arijs, Vincent Molly en Wouter Broekaert
Studiecentrum voor Ondernemerschap, Hogeschool-Universiteit Brussel

Onderzoek in opdracht van het Instituut voor het Familiebedrijf



Oktober 2013

INHOUDSTAFEL

WOORD VOORAF	7
TEN GELEIDE	8
IN EEN OOGOPSLAG	10
1. INITIËLE FASE	15
Eerste contact	
Redenen om private equity aan te trekken	
Keuze van de private equity investeerder	
Criteria gehanteerd door private equity investeerders	
Formalisering	
2. SAMENWERKINGSFASE	29
Schoenmaker, blijf bij je leest	
Respecteer de familie	
Timmer verder aan de weg van de professionalisering	
Als familiebedrijf transparant zijn	
Zeer frequent tweerichtingsverkeer	
3. DE UITSTAPFASE	35
Ingeloste verwachtingen	
Redenen voor vervroegde exit	
Wijze van exit	
4. EEN DOZIJN BESTE PRAKTIJKEN VOOR EEN DUURZAME RELATIE	42
LITERATUURLIJST	46
COLOFON	48

WOORD VOORAF

Familiebedrijven zijn sterkhouders van onze economie: liefst 75% van de bedrijven in dit land is in familiale handen of wordt gecontroleerd door een familiale referentieaandeelhouder. Van de bedrijven die meer dan 200 miljoen euro omzet realiseren, is meer dan de helft een familiebedrijf. En de familiale ondernemingen vertegenwoordigen bijna de helft van de tewerkstelling.

Het merendeel van onze familiebedrijven wordt gekenmerkt door een sterke visie, toekomstperspectief en de ambitie om te groeien. Om die plannen waar te maken, moeten ze in de meeste gevallen ook een beroep doen op externe financiering. Een van de mogelijkheden is dan het aantrekken van private equity-investeerders.

Onze ervaringen leren dat dit vandaag al meer gebeurt dan pakweg 15 jaar geleden. Maar toch blijft het openstellen van familiale ondernemingen voor private equity-investeerders nog te vaak - onterecht - onbekend of onbemind.

Om een klare kijk te krijgen op de ervaringen van familiebedrijven met private equity en de impact van deze financieringswijze, gaf het Instituut voor het Familiebedrijf (IFB) een onderzoeksopdracht aan het Studiecentrum voor Ondernemerschap van de HU Brussel. Nooit eerder gebeurde er in België een onderzoek naar de rol van private equity in familiebedrijven. Prof. dr. Johan Lambrecht en zijn team bestudeerden de literatuur en interviewden bevoorrechte getuigen. Zowel familiale ondernemers, kapitaalverschaffers als intermediairen spraken over hun ervaringen.

Een samenvatting van dit onderzoek, aangevuld met een reeks best practices, vindt u in deze brochure. Hiermee wil het IFB als kenniscentrum inzake familiebedrijven een bijdrage leveren aan de actuele discussie over de nood aan financiering bij kleine en middelgrote ondernemingen.

Wij danken Johan Lambrecht, Diane Arijs, Vincent Molly en Wouter Broekaert voor hun inzet en de gedrevenheid waarmee ze het onderzoek tot een goed einde brachten. We appreciëren ook de steun van investeringsmaatschappij Gimv, die zich mee om deze studie schaarde. En tot slot ook een woord van dank aan onze structurele partners ING en BDO.

We wensen u een boeiende lectuur.

Patrick De Schutter
Jozef Lievens
Gedelegeerd bestuurders IFB

TEN GELEIDE

Onze economie heeft de voorbije jaren een periode met turbulente schokgolven doorgemaakt. Aanleiding was een crisis in de Amerikaanse huizenmarkt, die na de bankensector en het financiële systeem, ook de reële economie trof.

In januari 2012 publiceerde de Financial Times een reeks over “de crisis in het kapitalisme”. Daarin werd rechtstreeks en onrechtstreeks verwezen naar private equity, een benaming voor investeerders die buiten de aandelenbeurs om in het kapitaal van bedrijven stappen. Een van de kritieken op private equity was dat het jobs vernietigt en activa ontmantelt. Die kritiek is niet nieuw. Zo noemde Joop Wijn, oud-minister van Financiën in Nederland, buitenlandse private equity-investeerders ooit kaalvretende sprinkhanen die “onze bedrijven opkopen, kaalplukken en doorverkopen”.

Een ander bezwaar luidt dat de meerwaarde die private equity-partners realiseren op de verkoop van hun deelname in een bedrijf onderworpen is aan de lagere vermogensbelasting in plaats van aan de hogere inkomstenbelasting. Die kritiek stak de kop op toen Mitt Romney, de oprichter van het private equity-fonds Bain Capital, presidentskandidaat was voor de republikeinen in de Verenigde Staten.

In de reeks van de Financial Times wordt private equity echter ook als een nuttige vorm van eigenaarschap bestempeld. Er wordt dan verwezen naar de rol van private equity als “reiniger” en “recycleerder” omdat het de groei van een bedrijf mogelijk maakt of de zieltogende activiteit van een bedrijf nieuw leven in blaast.

Het private equity-model kan ook zorgen voor een betere governance. Martin Wolf (2012), hoofdeconoom van de Financial Times, beschouwt de onderneming met beperkte aansprakelijkheid (limited liability corporation) als de belangrijkste instelling van het hedendaagse kapitalisme. De zwakte van ondernemingen met beperkte aansprakelijkheid, zeker degene die op de beurs zijn genoteerd, kan zijn dat ze niet echt eigenaars hebben. Daardoor ontstaat er een schadelijke scheiding van eigenaarschap en controle. Private equity doet die kloof weliswaar niet verdwijnen, maar ze wordt er wel kleiner door.

Ook voor familiebedrijven, waarvan het merendeel niet beursgenoteerd is, kan private equity een alternatieve financieringsbron zijn. Er bestaat echter weinig literatuur over private equity in familiebedrijven, laat staan over de beste praktijken voor een duurzame relatie tussen private equity-spelers en familiebedrijven. Met deze publicatie vullen we die leemte in de literatuur aan.

We willen tegelijk de kenniskloof tussen familiebedrijven en private equity-spelers overbruggen. Zo staan nogal wat familiebedrijven wantrouwig tegenover private equity, omdat ze vrezen dat ze de controle zullen verliezen en dat de langetermijndoelstellingen zullen worden ondermijnd (Poutziouris, 2001; Cronqvist en Nilsson, 2005; Achleitner, Schraml en Tappeiner, 2008). Maar familiebedrijven blijken slechts een beperkte kennis te hebben van wat private equity precies inhoudt en hoe het hen kan helpen om projecten te realiseren (Seet, Graves, Hadji, Schnackenberg en Gustafson 2010). Private equity-investeerders begrijpen dan weer vaak onvoldoende de dynamiek van een familiebedrijf en kunnen onvoldoende inschatten welke factoren voor familiale eigenaars belangrijk zijn.

In deze brochure publiceren we onze eigen empirische resultaten, aangevuld met bevindingen uit de literatuur. We hielden 24 diepte-interviews, waarvan 7 met private equity-investeerders, 1 met een financier van private equity-spelers en 11 met familiebedrijven. Na de verwerking van de interviews met de familiebedrijven en de private equity-investeerders, spraken we nog afzonderlijk met 5 intermediairen die tussen het familiebedrijf en de private equity-investeerder opereren.

We rapporteren de resultaten volgens de drie fasen in het proces van samenwerking tussen het familiebedrijf en de private equity-investeerder: (1) de voorbereidende of initiële fase waarin het familiebedrijf en de investeerder elkaar verkennen, inschatten en evalueren, (2) de eigenlijke samenwerkingsfase en (3) de uittredingsfase van de private equity-partner. We sluiten dit rapport af met een dozijn beste praktijken voor een duurzame relatie tussen het familiebedrijf en private equity-investeerders.

Tot slot wil ik oprecht iedereen danken die ons met raad en daad heeft bijgestaan. Een aantal mensen, zonder wie dit onderzoek niet mogelijk was geweest, noem ik graag bij naam: Patrick De Schutter en Jozef Lievens van het Instituut voor het Familiebedrijf en Koen Dejonckheere van Gimv. Zij gaven de opdracht en financierden het onderzoek. Het is hun verdienste dat er dankzij deze studie eindelijk beste praktijken zijn opgelijst voor een duurzame relatie tussen private equity en familiebedrijven. Ook alle geïnterviewden wil ik danken. Zonder hun input was er geen output.

Prof. dr. Johan Lambrecht
Namens het onderzoeksteam
Brussel, oktober 2013

IN EEN OOGOPSLAG: BEVINDINGEN EN AANBEVELINGEN

Het proces voor een samenwerking tussen een familiebedrijf en een private equity-investeerder verloopt in drie fasen: (1) de voorbereidende of initiële fase waarin het familiebedrijf en de investeerder elkaar verkennen, inschatten en evalueren, (2) de eigenlijke samenwerkingsfase en tot slot is er ook (3) de uittredingsfase van de private equity-partner.

INITIËLE FASE

Het initiatief voor een eerste gesprek kan zowel van de ondernemers als van de private equity-spelers uitgaan. Tijdens deze fase roepen de ondernemers vaak de hulp in van een tussenpersoon, zoals een adviseur, een advocatenbureau of een bank.

De **redenen om private equity** aan te trekken zijn divers:

- De extra financiële middelen en expertise worden ingezet om de onderneming te laten groeien buiten het eigen kapitaal of de klassieke schuldfinanciering.
- Gedeeltelijke uitkoop van familiale aandeelhouders, die de vruchten kunnen plukken van hun investering zonder daarom helemaal uit het bedrijf te moeten stappen. Of het biedt een uitweg voor conflicten tussen familiale aandeelhouders met een verschillende visie.
- Een private equity-investeerder kan zorgen voor een kritische stem in het bedrijf en op verschillende vlakken extra professionalisme aanbrengen (o.m. in de raad van bestuur).
- Wanneer er geen (geschikte) opvolger is, is private equity een mogelijkheid om het voortbestaan van het bedrijf te verzekeren, zelfs met familiale aanwezigheid en invloed.

Bij **de keuze van een private equity-partner** spelen verschillende factoren een rol. Beslissen of het bedrijf na de intrede van de private equity-speler onder familiale controle blijft, is een van de grootste aandachtspunten in het proces. Ook de visie en de bedrijfscultuur van de private equity-investeerder zijn belangrijk: hoe ziet hij de samenwerking? Blijft het karakter van de onderneming bewaard? Hoe wordt de governance georganiseerd? En heeft de investeerder voldoende financiële marge?

Uit het onderzoek blijkt dat de belangrijkste **doelstelling van de private equity-investeerder** erin bestaat zoveel mogelijk meerwaarde te creëren voor het bedrijf, zodat de aandelen na de voorziene termijn met voldoende winst terug kunnen worden verkocht. Een typische termijn is vijf tot zeven jaar, maar die maximale termijn is flexibel, zeker als het bedrijf goed presteert.

Private equity-spelers hanteren **diverse criteria voor de beoordeling van een instap**:

- Een belangrijke vereiste is dat er reeds een volledige scheiding is doorgevoerd tussen het professionele gedeelte en het private gedeelte van het vermogen.
- Bij de instap neemt men meestal genoegen met een (substantiële) minderheidsparticipatie, tenzij het familiebedrijf een groot gebrek aan professionalisme vertoont.
- Een bekwaam managementteam, professionele structuren en procedures zorgen voor een hogere waardering van het bedrijf en een lagere inschatting van het risico.

Bij het tot stand komen van een samenwerking zijn er ook **formele aspecten**:

- Een uitgebreid en professioneel businessplan, dat de strategie en ambities formuleert, is onontbeerlijk.
- Een meer of minder uitgebreid due diligence-onderzoek.
- Een aandeelhoudersovereenkomst die duidelijke afspraken vastlegt over rechten en plichten voor de familiale aandeelhouders en de private equity-investeerder.

SAMENWERKINGSFASE

Tijdens de samenwerking is de plaats van de private equity-partner in de raad van bestuur en niet in het dagelijkse management. De sleutel voor een goede samenwerking tussen de familie en de investeerder is **respect voor elkaar**, en voor de ervaring en de kennis van elkeen.

Als er bekwame familieleden in het management zetelen, zou het fout zijn om die te vervangen. Maar ook na de intrede van de private equity-investeerder moet het familiebedrijf open staan voor **verdere professionalisering**:

- Een bedrijfsvoering waarbij de beslissingen gestoeld zijn op feiten en cijfers, en er ook goede rapporteringssystemen en procedures zijn uitgewerkt.
- Een raad van bestuur waarin de familie bereid is om op kritische vragen te antwoorden en de private equity-investeerder met zijn vertegenwoordigers voor continuïteit zorgt.
- Een professioneel management dat tegelijk waakt over de belangen op korte termijn en de groeiperspectieven op middellange termijn.

Andere **succesfactoren** zijn de openheid van de familie over slechte evoluties, gekoppeld aan een transparante financiële rapportering. En een frequent tweerichtingsverkeer, met een wederzijds engagement van de investeringspartners, bevordert de verstandhouding.

UITSTAPFASE

Een exit is onlosmakelijk verbonden met de investering van private equity in een familiebedrijf. Dat wordt nog te vaak onderschat door familiebedrijven.

In het algemeen zijn de bevroegde familiebedrijven tevreden over hun samenwerking met private equity-investeerders. Soms lost de investeerder niet alle verwachtingen in, maar heeft hij toch een duidelijke toegevoegde waarde betekend, bijvoorbeeld op het gebied van corporate governance en financiën.

Soms verkiest de private equity-partner om vervroegd uit te stappen, naar aanleiding van ondermaatse prestaties, conflicten met de familiale aandeelhouders of een interne reorganisatie bij de investeerder zelf.

Er bestaan **verschillende mogelijkheden voor de exit:**

- Er wordt een nieuwe private equity-investeerder aangetrokken of de andere bestaande private equity-partner trekt zijn belang op.
- Er komt een “trade sale” waarbij een industriële partner de aandelen overneemt.
- Een terugkoop door de familiale aandeelhouders.

BESTE PRAKTIJKEN VOOR EEN DUURZAME RELATIE

Vanuit dit onderzoek zijn 12 beste praktijken afgelijnd voor een duurzame relatie tussen het familiebedrijf en de private equity-investeerder:

1. Elk familielid, de familie als geheel en het bedrijf moeten klaar zijn voor private equity.
2. Het familiebedrijf moet de meest geschikte investeringspartner selecteren.
3. Tijdens en na de selectie van de partner moet het familiebedrijf zich professioneel presenteren aan de hand van een realistisch ondernemingsplan.
4. Er moeten duidelijke schriftelijke afspraken worden gemaakt, bij voorkeur onder externe begeleiding.
5. De leverage door de private equity-investeerder mag niet te hoog zijn. Met andere woorden: de investeerder mag geen te hoge schulden aangaan om zijn instap te financieren.
6. In de samenwerking moeten het familiebedrijf en de private equity-investeerder elkaar respecteren.
7. Het bedrijf blijft zich verder professionaliseren.
8. De samenwerking verloopt vlotter indien er niet te veel private equity-partners tegelijk participeren.
9. De familie en het management moeten engagement tonen ten aanzien van de investeerder.
10. De samenwerking verloopt beter, als de private equity-partner een visie op middellange termijn hanteert.
11. De partijen moeten erover waken dat ze elkaars vertrouwen niet beschamen.
12. De familie moet beseffen dat een private equity-investering en het delen van de familiale controle geen struikelblokken hoeven te zijn.

‘Veel familiebedrijven zien enkel het percentage, maar begrijpen niet dat het beter is 25 procent van een waardevolle onderneming te hebben dan 75 procent van een kleinere onderneming.’

1. INITIËLE FASE

EERSTE CONTACT

Het initiatief voor een eerste gesprek kan zowel van de ondernemers als van de private equity-spelers uitgaan. Drie van de geïnterviewde ondernemers zetten zelf de eerste stap, meestal via bestaande contacten in hun persoonlijke netwerk, terwijl een vierde ondernemer werd doorverwezen door de bank. De meeste private equity-investeerders gebruiken beide kanalen; ze worden met andere woorden benaderd door geïnteresseerden of ze nemen zelf contact op. Aan dat laatste gaat doorgaans een grondige analyse vooraf om interessante bedrijven op te sporen, die passen in het profiel van de private equity-investeerder. Zo kan het bijvoorbeeld nuttig zijn om bedrijven met gelijkaardige of complementaire activiteiten samen te brengen in de portefeuille van de private equity-investeerder.

Toch wordt ook aangegeven dat het vaak een delicate zaak is om als private equity-investeerder zelf een bedrijf te contacteren. Vooral familiebedrijven kunnen geprikkeld reageren wanneer zij de toenadering interpreteren als een signaal dat er problemen zouden worden gepercipieerd in de onderneming of familie. Twee van onze gesprekspartners gaan daarom zelden of nooit zelf proactief op zoek naar bedrijven waarin ze kunnen participeren.

Tijdens de initiële fase roepen de ondernemers vaak de hulp in van een tussenpersoon, zoals een adviseur, een advocatenbureau of een bank. Hoe uitgebreid de rol van die tussenpersoon is, verschilt sterk van bedrijf tot bedrijf. Soms zorgt die enkel voor het eerste contact, terwijl hij in andere gevallen de onderhandelingen voorbereidt of ze zelfs grotendeels voert. Ook de context speelt daarbij een rol. Zo kan een bestaande private equity-investeerder die reeds in het bedrijf participeert zelf een nieuwe partner aanbrenge.

REDENEN OM PRIVATE EQUITY AAN TE TREKKEN

Groeifinanciering

De extra financiële middelen en expertise van een private equity-investeerder kunnen worden ingezet om de onderneming te laten groeien buiten de grenzen van het eigen kapitaal of de klassieke schuldfinanciering. Schaalvergroting, groei en internationalisering waren dan ook een belangrijke motivatie voor vijf van de geïnterviewde ondernemers. In zo'n verhaal kan de familie ook grenzen stellen door te beslissen hoever ze wil gaan en hoeveel controle ze wil opgeven.

Uit de literatuur blijkt dat groei de belangrijkste reden is waarom een familiebedrijf private equity-investeringen aantrekt of zelfs een volledige verkoop overweegt. Het bijkomende kapitaal kan de onderneming toelaten haar financiële grenzen te

verleggen en zorgt ervoor dat het management meer mogelijkheden en vrijheid krijgt om waardevolle initiatieven te nemen (Buttignon, Vedovato, Bortoluzzi, Gervasoni, Del Giudice, Bollazzi en Soppelsa, 2005; Achleitner e.a., 2008; Scholes, Wright, Westhead, Bruining en Kloeckner, 2009; Dawson, 2011). De nieuwe middelen kunnen onder meer worden ingezet om een internationale aanwezigheid uit te bouwen of om overnames van andere ondernemingen te financieren.

Gedeeltelijke uitkoop van familiale eigenaars

Meer dan de helft van de geïnterviewde ondernemers richtte zich tot een private equity-investeerder om minstens een deel van de onderneming te kunnen verzilveren. Het liet de familiale eigenaars toe de vruchten te plukken van hun investering zonder daarom helemaal uit het bedrijf te moeten stappen. Minstens even belangrijk is dat private equity een uitweg bood voor zowel actieve als passieve aandeelhouders die een andere weg willen inslaan. Een vaak terugkerend verhaal is dat van het familiebedrijf waar er na vele jaren steeds meer familiale aandeelhouders zijn met verschillende visies en competenties. Het gevolg zijn toenemende wrijvingen en conflicten, terwijl de financiële middelen ontbreken om familieleden uit te kopen. Ook Achleitner e.a. (2008) stelden vast dat private equity-investeringen kunnen helpen om conflicten tussen familiale eigenaars op te lossen of eigenaars uit te kopen.

Een geïnterviewde private equity-investeerder merkte in dat opzicht op dat het voor een familiebedrijf zeer nuttig kan zijn om tijdig met een private equity-speler in zee te gaan, zelfs wanneer er geen familiale opvolging in het vooruitzicht is. De ondernemer kan op die manier reeds een deel van zijn investering recupereren, terwijl hij samen met de private equity-investeerder het bedrijf versterkt. Uiteindelijk stijgt daardoor de waarde van de onderneming en kan de ondernemer na enkele jaren het bedrijf met een grotere opbrengst verkopen.

Externe, kritische visie binnenhalen

Een private equity-investeerder kan zorgen voor een kritische stem in het bedrijf en op verschillende vlakken extra professionalisme aanbrengen. Een van de ondernemers die wij spraken, wilde zo vooral de strategie van het bedrijf scherp houden. Doordat met private equity-investeerders nieuwe gezichtspunten en ervaring worden binnengehaald, kan de bedrijfsstrategie inderdaad de nodige bijsturing krijgen (Ward, 1997).

Een andere geïnterviewde bedrijfsleider was vooral geïnteresseerd in de financiële expertise van de private equity-partner. Wanneer private equity-investeerders instappen, kan dat een positief effect hebben op de verhouding van het eigen vermogen tegenover de schuld van de onderneming. Door het eigen vermogen te versterken, kunnen de eigenaars een gezondere kapitaalstructuur bekomen. Daarna

kan dan eventueel de hoeveelheid schuldfinanciering worden opgetrokken zonder het evenwicht met het eigen vermogen te ontwrichten (Achleitner e.a., 2008). Wilson, Wright en Scholes (2011) maken echter de kritische kanttekening dat buy-outs via private equity-investeerders kunnen gepaard gaan met een hoge schuldgraad voor het overgenomen bedrijf.

Een ondernemer verwees naar de imagovoordelen voor een bedrijf dat een private equity-investeerder kan binnenhalen, niet alleen tegenover financiële instellingen maar ook tegenover potentiële nieuwe medewerkers. Ook een geïnterviewde intermediair onderstreepte dat een externe aandeelhouder het familiebedrijf sneller kan doen groeien en professionaliseren, en naar een hoger niveau kan tillen.

Grote bedrijven hebben het vaak gemakkelijker om op korte termijn extern advies binnen te halen. Zij hebben niet alleen veel experts in huis, maar hebben bovendien de middelen om externe adviseurs in te huren wanneer dat nodig is. Bij kleinere bedrijven is dat minder het geval, waardoor zij meer baat kunnen hebben bij het aanstellen van externe bestuurders (Whisler, 1988).

Inzake professionalisering kunnen private equity-investeerders dan ook een verrijking zijn voor de raad van bestuur. Vanuit die raad van bestuur kunnen zij ervoor zorgen dat de onderneming een duidelijkere en consequentere koers vaart. Private equity-investeerders vertegenwoordigen immers doorgaans een relatief homogene groep aandeelhouders met duidelijk afgebakende verwachtingen. Daardoor kunnen zij de nodige daadkracht en gedrevenheid aan de dag leggen om mee te helpen het bedrijf te besturen (O'Brien, 2008).

Vanuit de raad van bestuur kunnen private equity-investeerders ook zorgen voor een beter management (Chevalier en Langlois, 2010). Als het slecht gaat met het bedrijf, zal de private equity-investeerder druk zetten op het management en het misschien vervangen. Door het aanbrengen van nieuwe managers en informatiemanagementsystemen kunnen private equity-investeerders de concurrentiepositie van familiebedrijven verbeteren (Tappeiner, Howorth, Achleitner en Schraml, 2012).

Bonini, Alkan en Salvi (2011) onderzochten de effecten van risicokapitaalverschaffers op de governance van bedrijven in de Verenigde Staten, Duitsland, Frankrijk, Groot-Brittannië, Spanje en Zweden. Hun onderzoek leert dat de invloed van risicokapitaalverschaffers op het rekruteren en vervangen van CEO's, op de verloning van werknemers en van leidinggevendenden, op beslissingen van de raad van bestuur en op de aanstelling van bestuurders beduidend toeneemt naarmate hun aandeel in het kapitaal van het bedrijf stijgt. Zij hebben evenwel weinig invloed op human resources-

praktijken, op de richting van de strategie en op investeringsplanning. Bonini e.a. (2011) namen ook verschillen waar tussen Europa en de Verenigde Staten. In Europa valt een toenemend aandeel van de risicokapitaalverschaffer in het kapitaal van een bedrijf samen met meer invloed op het rekruteren van de CEO en op beslissingen over investeringsplannen. In de Verenigde Staten beïnvloedt het financieringsaandeel van de risicokapitaalverschaffer een bredere waaier van governance-kwesties.

Lev (2012) laat zich wat kritisch uit over de aanhoudende beweging naar een volledige monitoring-raad van bestuur, die volgens hem te ver is doorgeslagen. Hij oordeelt dat onafhankelijke bestuurders vaak expertise ontbreken over de activiteiten en de technologie van het bedrijf, waardoor managers niet het nodige advies zouden krijgen. Hij pleit voor een herbalanceren van de raad van bestuur en van andere governance-mechanismen, zodat de monitoring en het adviseren van managers worden bevorderd. Lev noemt het een vriendelijkere, meer doeltreffende raad van bestuur.

Ten slotte gaven drie familiale ondernemers aan dat de stem van een private equity-investeerder een welgekomen tegenwicht is voor de familiale, meer emotionele stem in het bedrijf. De aanwezigheid van een externe partner steunt hen bij het nemen van objectievere beslissingen en het bespreekbaar maken van zaken die anders moeilijk boven tafel zouden komen, zoals opvolging of aanwerving van familieleden. Idealiter helpt de private equity-investeerder om richtlijnen op te stellen vooraleer dergelijke situaties zich aandienen, zodat iedereen weet wat te verwachten en conflicten worden vermeden.

Opvolging

In de literatuur wordt ook opvolging als een drijfveer voor het aantrekken van private equity aangehaald. Uit een bevraging bij 117 Europese familiebedrijven die tussen 1994 en 2003 een private equity buy-out ondergingen, blijkt dat het gebrek aan een geschikte opvolger de belangrijkste reden was om het familiebedrijf te verkopen (EVCA, 2005). Private equity kan in dat geval een oplossing bieden. Het voortbestaan van het bedrijf kan immers worden verzekerd, in bepaalde gevallen zelfs met inbegrip van een familiale aanwezigheid en invloed (Achleitner e.a., 2008; Dawson, 2011).

Seet e.a. (2010) beschrijven in hun onderzoek de voordelen voor familiebedrijven indien ze een beroep doen op private equity. Aangezien heel wat familiale ondernemers die met opvolging worden geconfronteerd geen geschikte opvolger vinden, kan private equity voor hen een uitweg bieden in het opvolgingsproces. In het kader van een management buy-out kan een familiale ondernemer de controle overdragen aan het bestaande managementteam, waardoor er een grote kans is dat de identiteit en de cultuur van het bedrijf bewaard blijven. Bovendien kan de familiale ondernemer nog verder betrokken blijven bij de onderneming na de management buy-out. Een management buy-in kan dan weer een oplossing bieden wanneer het bestaande

management niet over de vereiste vaardigheden beschikt of niet bereid is om de rol over te nemen van de eigenaar-manager.

KEUZE VAN DE PRIVATE EQUITY-INVESTEERDER

Beslissen of het bedrijf na de intrede van de private equity-speler al dan niet onder familiale controle blijft, is een van de grootste aandachtspunten in het hele proces. Voor twee van de bestudeerde familiebedrijven was het essentieel dat de familie de controle behield.

Voor de andere ondernemers waren, naast het controleaspect, ook de visie en de bedrijfscultuur van de private equity-investeerder belangrijk. Die ondernemers gingen in de eerste plaats na hoe de externe investeerders konden bijdragen tot het duurzame succes en de verdere uitbouw van de onderneming. Daarbij speelde de ervaring van de private equity-investeerder in bepaalde sectoren een rol, maar vooral ook zijn cultuur en vooropgestelde tijdshorizon.

Volgens een geïnterviewde intermediair moet de ondernemer nagaan met welke private equity-speler de samenwerking op het vlak van governance het beste zal verlopen: wie krijgt welke bestuursmandaten, welke vetorechten krijgt de private equity-speler, hoe krijgen familieleden die niet in de raad van bestuur zetelen voldoende comfort? De private equity-investeerder moet dus een echte partner worden die zich ook inzet voor het succes van het bedrijf op (middel-)lange termijn en niet enkel kijkt naar wat hij er zelf op korte termijn kan uithalen.

Een van de ondernemers benadrukte het belang van een grondige analyse van de private equity-investeerder. Zo kan de ondernemer inschatten of het karakter van het familiebedrijf voldoende kan worden bewaard tijdens de samenwerking met de private equity-partner en of het klikt tussen het bestaande management en de private equity-partner. Een van de geïnterviewde intermediairs stelde dat zijn grootste toegevoegde waarde in het optreden als “koppelaar” erin bestaat om te zoeken naar een familiebedrijf en naar een private equity-speler waartussen er een goede “match” kan zijn.

Een geïnterviewde intermediair voegde eraan toe dat het familiebedrijf oog moet hebben voor het private equity-huis en niet voor de investeringsmanager die er werkt: ‘De investeringsmanager kan na een zekere periode immers het private equity-huis verlaten, maar je moet wel verder met de private equity-instelling. Zij kan de dossiers soms heel sec bekijken. Op dat moment kan je als familie tot het besef komen dat de samenwerking misschien minder relationeel is dan dat je als familiebedrijf gewoon bent. Je moet dus veeleer het private equity-huis screenen dan de investeringsmanager die er werkt.’

Een andere intermediair vond het belangrijk dat de private equity-speler nog voldoende financiële marge heeft nadat hij in het familiebedrijf is gestapt. Als de private equity-speler door de investering in het familiebedrijf onvoldoende financiële slagkracht overhoudt, zullen er sneller problemen rijzen als het ondernemingsplan niet wordt behaald. Bovendien zal er bij de minste extra investering door het familiebedrijf wellicht een bijkomende private equity-speler moeten worden gezocht. Tot slot pleitte een intermediair ervoor om de keuze van de private equity-speler af te stemmen op de financieringsbehoefte: 'Als het familiebedrijf geld nodig heeft voor de financiering van zijn groei en van zware investeringen, dan heeft het geen zin om te kiezen voor een private equity-speler die maar vier of vijf jaar kan aanblijven.'

CRITERIA GEHANTEERD DOOR DE PRIVATE EQUITY-INVESTEERDERS

Vooropgestelde return

De grote meerderheid van onze gesprekspartners gaf aan dat de belangrijkste doelstelling van de private equity-investeerder erin bestaat zoveel mogelijk meerwaarde te creëren voor het bedrijf, zodat de aandelen na de voorziene termijn met voldoende winst terug kunnen worden verkocht. Tussentijdse opbrengsten of dividenden werden slechts in één van de cases vooropgesteld, zodat er weinig conflicten mogelijk zijn tussen de doelstellingen op lange termijn van het bedrijf en die van de private equity-investeerder.

Welke meerwaarde er precies wordt verwacht, hangt dan weer af van wat redelijk is in een bepaalde sector en van het risico zoals de private equity-investeerder dat inschat. Een ondernemer maakte echter de kanttekening dat een dergelijke inschatting in de praktijk niet altijd even realistische resultaten oplevert. Een businessplan voor twee tot drie jaar is immers zowat de limiet. Verwachten dat een bedrijf een betrouwbaar businessplan kan opstellen voor de komende zeven jaar is onrealistisch. Ook voor een intermediair zijn overdreven verwachtingen uit den boze, omdat dit op termijn vaak leidt tot grote teleurstellingen.

Vooropgestelde termijn

Uit onze gesprekken komt een typische termijn naar voor tussen vijf en zeven jaar waarin de private equity-investeerder aan boord blijft. Eén private equity-speler sprak van een gemiddelde tussen zeven en tien jaar. Meestal blijkt de maximale termijn flexibel te zijn, waarbij overschrijdingen zeker mogelijk zijn wanneer het bedrijf goed presteert.

Scheiding privé- en professioneel gedeelte

Een belangrijke vereiste van veel private equity-investeerders om daadwerkelijk te participeren in een familiebedrijf is dat er reeds een volledige scheiding is doorgevoerd tussen het professionele gedeelte en het private gedeelte. Private goederen moeten uit

het bedrijf gehaald zijn en de rekeningen moeten strikt gescheiden zijn. Transparantie is essentieel, ook wat de bedrijfsstructuur betreft. Ingewikkelde constructies halen de waarde van het bedrijf naar beneden of schrikken potentiële investeerders zelfs helemaal af.

Minderheidsbelang versus meerderheidsbelang

Wat het heikele punt van de familiale controle betreft, nemen de meeste private equity-investeerders een gematigd standpunt in. Zij nemen in veel gevallen genoegen met een (substantiële) minderheidsparticipatie, tenzij het familiebedrijf een groot gebrek aan professionalisme vertoont. Ook Poutziouris (2001) stelde vast dat private equity-investeerders doorgaans tevreden zijn met een minderheidsaandeel en een enkel zitje in de raad van bestuur van de onderneming. De European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) rapporteert op basis van ruim 330 mid market buy-outs dat de private equity-investeerders gemiddeld 55 procent van de aandelen overnemen. In 40 procent van de buy-outs neemt de private investeringspartner genoegen met een minderheidsaandeel (Kaserer, 2011).

De investeerders die wij interviewden, vragen wel een aanwezigheid in de raad van bestuur en gaven te kennen die rol doorgaans heel actief in te vullen. In de meeste gevallen gaat het om één tot twee bestuurders die de belangen van de private equity-investeerder vertegenwoordigen. Wanneer belangrijke beslissingen moeten worden genomen, zijn die vertegenwoordigers steeds aanwezig. Slechts één private equity-investeerder in ons onderzoek wil steeds een sterke actieve invloed uitoefenen, zowel met behulp van een meerderheidsparticipatie als door een meerderheid in de raad van bestuur.

Managementverantwoordelijkheden nemen de private equity-investeerders slechts zelden op en als het toch gebeurt, is dat vooral om reële tekortkomingen op te lossen. Een intermediair merkte op dat er zich situaties kunnen voordoen, waarbij de familiale eigenaar best weg is, omdat ze emotioneel geladen kunnen zijn. Hij verwijst naar gebeurtenissen waarbij bepaalde bedrijfsonderdelen moeten worden afgestoten of nieuwe acquisities moeten worden gedaan.

Het algemene beeld dat uit onze gesprekken naar voor komt, is dat van de private equity-investeerder als partner en niet zozeer als overnemer. Het is een partner die weliswaar op bepaalde gebieden zijn stempel wil drukken, maar die doorgaans de operationele beslissingen overlaat aan het bestaande management. Ook de strategische en industriële kennis van de familie worden niet onderschat. Zo werd van een aantal van de ondernemers verwacht dat zij zelf een substantieel aandeel aanhielden of zelfs hun participatie verhoogden om zich verder aan het bedrijf te binden.

De discussie over de familiale participatie is dus genuanceerder dan ze op het eerste zicht lijkt. Een private equity-speler verwoordde het als volgt: 'Veel familiebedrijven zien enkel het percentage, maar begrijpen niet dat het beter is 25 procent van een waardevolle onderneming te hebben dan 75 procent van een kleinere onderneming.'

Goed management

De meeste private equity-investeerders mengen zich dus weinig of niet in het management van het familiebedrijf. Bij hun beslissing om al dan niet in een bedrijf te investeren, houden zij wel rekening met het professionalisme van het bestaande management. Een bekwamer managementteam zorgt, net zoals professionele structuren en procedures, voor een hogere waardering van het bedrijf en een lagere inschatting van het risico. Familiebedrijven met bekwame professionele managers hebben dus een streepje voor. Volgens een geïnterviewde intermediair is het aan te bevelen dat een familiebedrijf zelf aangeeft waar er professionele managers ontbreken. Hij benadrukte eveneens dat de familiale CEO tijdens de presentatie aan de private equity-investeerder zijn management moet laten schitteren. De private equity-speler moet immers vaak met dat management verder.

Ook Dawson (2011) geeft aan dat private equity-investeerders veel belang hechten aan een verbetering van de manier waarop het familiebedrijf wordt geleid. Zij komt tot het besluit dat private equity-investeerders in hun selectie- en beslissingsproces rekening houden met de aanwezigheid van ervaren familieleden in het bedrijf, aangezien die een rijke bron vormen van menselijk kapitaal, sociaal kapitaal en impliciete kennis ("tacit knowledge"). Daarnaast wordt de graad van professionalisering in acht genomen op basis van de aanwezigheid van niet-familiale managers in het bedrijf. Die laatste geven immers blijk van een hogere bereidheid van het familiebedrijf om een deel van de onderneming open te stellen voor professionelen en externen. Private equity-investeerders zullen bijvoorbeeld sneller investeren in een familiebedrijf waar ook familiale medewerkers aanwezig zijn die extern, buiten de eigen onderneming, ervaring hebben opgedaan.

Risicokapitaalverschaffers financieren geen deal waar ze te weinig vertrouwen hebben in de vaardigheden van de opvolger en van het familiale managementteam, waar de macht geconcentreerd is bij de vader/zoon of broer/broer, of waar onbekwame familieleden aan boord worden gehouden (Upton en Petty, 2000). De tweede reden om niet te stappen in de financiering van de overdracht van een familiebedrijf is de ontoereikende winstgevendheid van het bedrijf en zijn gebrekkige groeipotentieel.

FORMALISERING

Businessplan

Tijdens de zoektocht naar financiering bij private equity-investeerders ondervinden

verschillende familiebedrijven het belang van een uitgebreid en professioneel businessplan. Een analyse van de verschillende familiebedrijven illustreert dat een dergelijk businessplan onder meer een SWOT-analyse omvat, een gedetailleerde omschrijving van de verschillende marktsegmenten, een organogram met een beschrijving van het managementteam, enzovoort.

Een familiale ondernemer getuigde: 'Ik heb tijdens die zoektocht geleerd dat je jezelf moet verkopen. De vraag van private equity-investeerders was telkens: "Wat is de bedrijfsstrategie, wat zijn de toekomstmogelijkheden van het bedrijf?" Je moet dat zelf verdedigen en aantonen hoe je dat allemaal gaat realiseren.' Ook een andere familiale ondernemer onderstreepte dat het businessplan, naast de aandeelhoudersovereenkomst (zie hierna), een van de belangrijkste documenten vormt in de samenwerking met de private equity-investeerder. Een intermediair stelde dat het om een businessplan gaat, dat verder reikt dan het financieel plan: 'Je moet als familiebedrijf een duidelijke strategie hebben en die ook daadwerkelijk willen realiseren.'

Ook verschillende private equity-investeerders treden dat bij. Een van hen gaf in die zin aan: 'Een bedrijf moet over een goed businessplan beschikken met daarin de formulering van de ambities. Het bedrijf mag dus niet louter een vrijblijvend parcours gaan volgen in de toekomst.' Verder wordt gewezen op een aantal belangrijke factoren die de geloofwaardigheid van het businessplan sterk beïnvloeden: de gemaakte veronderstellingen, een realistische inschatting van het benodigde kapitaal, de bereidheid tot verwatering van het familiale aandeel, het taalgebruik, enzovoort. Volgens een intermediair moet het familiebedrijf geen schrik hebben om in het businessplan zaken aan te halen waar er nog ruimte is voor verbetering.

Due diligence

Tijdens de initiële fase vervult de due diligence eveneens een primaire rol in de beslissing van de private equity-investeerder om al dan niet in het bedrijf te stappen. Uit de gesprekken met de private equity-spelers blijkt dat het gaat om een gedetailleerde doorlichting van de sector en de markt waarin het bedrijf actief is, en van het juridische, fiscale en financiële luik van de onderneming. Die opdracht wordt door private equity-investeerders in de praktijk vaak uitbesteed aan externe specialisten. Een investeringsmanager verduidelijkte: 'Daarbij is het de bedoeling dat er een aantal zwaktes en risicopunten naar boven komen, waarover dan verder de nodige afspraken kunnen worden gemaakt. Mede op basis daarvan zal de prijs worden bepaald.'

Uit een vergelijking tussen de verschillende praktijkgevallen blijkt dat dit due diligence-proces in meer of minder uitgebreide vorm wordt uitgevoerd. Zo getuigde

een familiale ondernemer die meermaals betrokken was bij een kapitaaloperatie: 'Sinds onze internationalisering zijn wij een ander soort bedrijf geworden met meer risico, waardoor de due diligence veel zwaarder uitviel dan ervoor. Doordat de private equity-speler ditmaal bovendien de meerderheid verwierf, was het logisch dat er een zwaardere due diligence werd uitgevoerd.' Een andere familiale ondernemer was dan weer erg te spreken over het voorbereidende werk door de private equity-investeerder: 'Ze hadden geen behoefte meer aan een due diligence op het vlak van de markt of het commerciële. Dat was reeds door hen gebeurd. Ze hadden met andere woorden hun huiswerk al goed gemaakt. Er vond nog enkel een financiële due diligence plaats. Daarvoor kampeerden ze een aantal weken in het bedrijf.' Met betrekking tot dat laatste beveelde een investeringsmanager aan om een goede dataroom te voorzien in het bedrijf waarin reeds alle contracten en dergelijke verzameld zijn, omdat dit het hele due diligence-proces aanzienlijk kan vereenvoudigen.

Tot slot gaf een van de ondernemers een bijkomende tip aan familiebedrijven: 'Voer ook als familie een due diligence uit van de private equity-speler op cijferniveau én op waardenniveau. Als dat strookt, dan is het ok. Anders gaat het begrip "familiebedrijf" teniet. Dan wordt de bedrijfscultuur uitgehold met gevolgen voor de uitstraling van het bedrijf, voor de motivatie van het personeel, de "customer delight" en de familie.'

Aandeelhoudersovereenkomst

Familiebedrijven die met een private equity-speler in zee willen gaan, moeten vooraf heel wat afspraken duidelijk vastleggen. Een familiale ondernemer vertelde: 'Alles wordt op papier gezet en dat is zeer verregaand. Voor de familie kwam dat een stuk over alsof ze niet te vertrouwen was. Hoewel de private equity-investeerder veel vertrouwen in ons had, moest alles toch op papier.' Een investeringsmanager vulde aan: 'Vroeger was alles veel beperkter. Men had toen contracten van ongeveer twee pagina's. Die tijd is voorbij.' Een intermediair verwijst naar de London Market Association (LMA): een standaarddocument dat advocaten gebruiken voor de opstelling van het contract voor de aandelenverkoop. Vanaf 10 miljoen tot 50 miljoen euro is dat de short LMA, die toch nog 130 pagina's zonder bijlagen omvat. De long LMA omvat 290 pagina's.

Andere gesprekspartners nuanceerden de dikte van een aandeelhoudersovereenkomst, al benadrukten ze wel het belang van een degelijke overeenkomst. Een ondernemer legde uit: 'De afspraken met de private equity-investeerder staan op papier, maar slechts in grote lijnen. De rest is vooral informeel en berust op een akkoord tussen de aandeelhouders.' Ook een private equity-investeerder trad dat bij: 'Bij aanvang wordt er veel op papier gezet, maar niet alles. Het is belangrijk dat er een goede aandeelhoudersovereenkomst is waarin wordt vastgelegd hoe de aandeelhouders

met elkaar zullen omgaan. Dat vermijdt immobilisme ten gevolge van onenigheid tussen de aandeelhouders.'

Een aandeelhoudersovereenkomst kan afspraken bevatten over volgende aspecten: rechten en plichten voor familiale aandeelhouders en de private equity-investeerder (volgrecht, volgplicht, voorkeurecht, vetorecht, stand still-periode, good/bad leaver-clausule, vereiste meerderheid bij stemming op de aandeelhoudersvergadering, enzovoort); benoemingen en beslissingsbevoegdheden van het bestuur (vertegenwoordiging van familiale aandeelhouders en de private equity-investeerder in de raad van bestuur, aanstelling externe bestuurders, ...); aanwerving, ontslag en beslissingsbevoegdheid van het topmanagement (CEO, CFO); vergoeding van het kapitaal (dividenden); afspraken rond verdere groeifinanciering (bijkomende investeringen of acquisities); niet-concurrentiebeding, ...

Wat de vetorechten betreft, stelde een aantal private equity-investeerders dat er in sommige gevallen sprake is van een vetorecht voor de familie of voor de private equity-investeerder (bijvoorbeeld in het kader van grote acquisities). Toch waarschuwde een private equity-investeerder: 'Vetorechten voor de familie zijn een slecht begin. We streven naar unanimiteit en gaan van onze kant dan ook zelden beslissingen opleggen.' Ook een investeringsmanager deelde die mening: 'Wij zoeken medezeggenschap. Wij vinden inspraak belangrijk. Onze filosofie is er steeds een van partnerschap.'

Over de toekomstige exit worden er ook een aantal bepalingen opgenomen in de aandeelhoudersovereenkomst, hoewel de meeste gesprekspartners aangaven dat de exit vaak niet erg uitgebreid staat beschreven. De meeste bepalingen over de exit-regeling hebben voornamelijk betrekking op de rechten en plichten van de aandeelhouders bij uittreding (onder meer wie kan het initiatief nemen, volgrecht, volgplicht, voorkeurecht, enzovoort). Op het vlak van de investeringstermijn werd in de meeste gevallen alleen een bepaalde doelstelling opgenomen:

'Er staat beschreven dat de private equity-investeerder wenst uit te stappen binnen de vijf tot acht jaar.'

'In onze aandeelhoudersovereenkomst staat reeds gespecificeerd dat de private equity-speler mikt op 2016-2017. Maar op welke manier de mogelijke uitstap zal verlopen, is nog niet duidelijk.'

'De termijn ligt niet expliciet vast, al zal de exit waarschijnlijk na zes jaar volgen. Dan loopt immers ook de lening af die de familie aan het bedrijf heeft verschaft. Ook rond de toekomstige waardering ligt er nog niets vast.'

‘Wat de uiteindelijke exit betreft, zijn alle mogelijkheden nog open. De private equity-speler participeert nog altijd, ook al is de initieel voorziene termijn van zeven jaar reeds voorbij.’

Bovenstaande bevindingen werden grotendeels bevestigd door een aantal private equity-investeerders:

‘Wij hanteren geen eindtermijn voor de participatie. Als het bedrijf waarin wij participeren voldoende potentieel heeft, dan blijven we. De te behalen return zetten wij bijvoorbeeld ook niet vooraf op papier.’

‘De exit wordt in de aandeelhoudersovereenkomst wel degelijk beschreven, zonder daar evenwel een termijn op te kleven.’

‘De termijn van participeren kan bijvoorbeeld worden vastgelegd, al is een “open end” ook een mogelijkheid. Er zou bijvoorbeeld kunnen staan dat indien wij na negen jaar nog in het kapitaal zitten, we het recht hebben om een koper te zoeken. Soms wordt er een vaste regeling afgesproken dat de familie de private equity-speler terug zal uitkopen. In sommige gevallen kan het gaan om een “soft commitment”, in andere om een “hard commitment”.’

Advies

Gezien het belang van de formalisering van het hele private equity-proces, gaven alle familiebedrijven aan dat ze zich daarvoor tijdig lieten bijstaan door gespecialiseerde externe adviseurs. In de meeste gevallen ging het om een advocaat die de controle deed van het volledige proces en alle documenten mee opstelde voor de familie. ‘Onze advocaat was de rechterarm van de familie die vanaf het begin in het proces was betrokken.’ Enkele gesprekspartners adviseerden onomwonden: ‘Investeer in een goede, gespecialiseerde advocaat.’ Een van de familiale ondernemers wees verder op het belang van degelijke professionele begeleiding in de uitwerking van het businessplan. Een aantal familiale ondernemers vermeldde expliciet hun samenwerking met en ondersteuning door een investeringsbank die de onderhandelingen met de private equity-investeerders voorbereidde.

Ook de private equity-spelers stipten het belang van externe adviseurs voor het familiebedrijf aan:

‘Familiebedrijven moeten zich ervan bewust zijn dat je bedrijf te koop stellen voor private equity een duur proces is, doordat er heel wat adviseurs bij komen kijken. Dat is net een cultuurprobleem, aangezien in een familiebedrijf voor elke cent hard is gewerkt en men er dus zuinig mee omspringt. Nochtans is het belangrijk dat er van bij het begin externe adviseurs betrokken zijn om de afspraken op papier te zetten.’

‘Het is wenselijk van bij de start een adviseur te hebben, want zeker bij verkoop durft de familie zichzelf wel eens rijk te rekenen en ziet ze de kosten niet. Het is beter om er een adviseur van hoog niveau bij te halen, zodat alles vanaf het begin duidelijk is en er goede afspraken zijn.’

Een intermediair ervaart dat de familie tijdens de onderhandelingen liever niet mee rond de tafel zit of verkiest om het woord niet te nemen: ‘Op die manier wil de familie vermijden dat ze psychologisch te veel betrokken zou worden. Ze moet na de “closing” immers nog samenwerken met de private equity-speler. Ik zie dat als positief, omdat de transactie zo “de-emotionaliseert”.’

Een intermediair merkte nog op dat de professionele begeleiding al moet gebeuren vóór de opstelling van het businessplan: ‘Familiebedrijven hebben vaak nood aan informatie over hoe een buy-out eruitziet, over wat er bij een private equity-deal komt kijken, ...’

‘De invloed van de familie
zit in de muren en de gordijnen.

Neem de familieleden weg
en de helft van de ziel
van het bedrijf gaat verloren.’

2. SAMENWERKINGSFASE

SCHOENMAKER, BLIJF BIJ JE LEEST

Deze uitdrukking geldt voor de private equity-investeerders en werd gebruikt door een geïnterviewde ondernemer: ‘Schoenmaker, blijf bij je leest. Begeleid het bedrijf op die gebieden waar jezelf in gespecialiseerd bent, maar bemoei je niet met beslissingen die buiten je expertisegebied liggen.’ Meerdere gesprekspartners van familiebedrijven stelden dat private equity-spelers in de eerste plaats financiers zijn. Een geïnterviewde private equity-speler beaamde dat: ‘De familie is de ondernemer; wij zijn de financiële partner. Op strategisch vlak bijvoorbeeld neemt de familie het initiatief; wij zullen het strategische voorstel vervolgens “challengen”.’

Private equity-investeerders laten zich bijgevolg best niet te veel in met het operationele gebeuren in het familiebedrijf. Een private equity-speler bij een groot familiebedrijf heeft dat aan den lijve ondervonden. Hij dacht dat er in de onderneming nog efficiëntiewinsten konden worden gerealiseerd. Dat bleek echter niet het geval te zijn; het familiebedrijf blonk al uit in operationele efficiëntie. Een andere ondernemer gaf als advies aan de private equity-spelers: ‘Ze mogen zich niet in de plaats stellen van de ondernemer. Ze moeten hun plaats kennen.’

Die plaats is in de raad van bestuur en niet in het dagelijkse management: ‘Private equity-vertegenwoordigers op managementposten plaatsen, is wellicht minder nuttig want daar is een serieuze technische bagage voor nodig. In de raad van bestuur en in het domein van strategie zijn ze zeker heel nuttig.’ Een van de private equity-investeerders vraagt enkel een managementplaats als dat nuttig is. Dat zal bijvoorbeeld gebeuren als er te weinig professionalisme is op het gebied van boekhouding en verkoop. Via de raad van bestuur kan de private equity-investeerder wel afdwingen dat er een andere CEO komt.

Volgens een geïnterviewde ondernemer is de sleutel voor een goede samenwerking tussen de familie en de private equity-investeerder: respect voor elkaar, en voor de ervaring en de kennis van elkeen. Ook een intermediair meent dat wederzijds respect en vertrouwen cruciaal zijn in de samenwerkingsfase.

RESPECTEER DE FAMILIE

‘Respecteer de familie’ is als het ware een tweede gebod voor de private equity-investeerder. Als de familie na de intrede van de private equity-investeerder nog aandeelhouder blijft, is het belangrijk dat de private equity-investeerder de familie respecteert. Een private equity-investeerder legde uit: ‘De invloed van de familie zit in de muren en de gordijnen. Neem de familieleden weg en de helft van de ziel van het bedrijf gaat verloren. Familiaal ondernemerschap repliceren, is heel moeilijk.’

Als er bekwame familieleden in het management zetelen, zou het fout zijn om die te vervangen. Een private equity-investeerder getuigde: 'Hoewel er vaak externe managers in het bedrijf worden binnengebracht, zal de familiale CEO niet altijd worden vervangen. Als die persoon zeer geschikt is, zou het verkeerd zijn die te vervangen.' In een van onze praktijkgevallen verdween de familiale CEO van het toneel na de intrede van de private equity-investeerder. Volgens de ex-externe manager van dat familiebedrijf was dat een vergissing: 'Ze hebben een Airbus gekocht, maar zonder piloot, met enkel stewards. Als de leiding weg is, koop je een lege doos.'

TIMMER VERDER AAN DE WEG VAN DE PROFESSIONALISERING

We stipten al aan dat een private equity-investeerder sneller aan boord van het familiebedrijf zal komen, als het bedrijf al een zekere graad van professionalisme heeft. Ook na de intrede van de private equity-investeerder zal het familiebedrijf moeten openstaan voor verdere professionalisering: 'Je moet kunnen leven met professionalisme, met een nieuwe manier van besluitvorming. Je bent geen familiebedrijf "pur sang" meer, maar een professionele organisatie. Je moet nu verantwoording aan externen afleggen. Het wordt veel professioneler en iedere dag moet beter.'

Professionele bedrijfsvoering

Professionalisering omvat verschillende facetten. Ten eerste moet de bedrijfsvoering professioneel zijn. Dat wil zeggen dat de beslissingen op feiten en cijfers stoelen en dat er goede rapporteringssystemen en procedures zijn. Een geïnterviewde private equity-investeerder legde uit: 'Vanaf een zeker niveau moet er worden geprofessionaliseerd, onder meer via een gepast rapporteringssysteem. De zwakke plekken in het bedrijf moeten worden ontdekt en versterkt. We zorgen voor gestructureerde groei door stevige fundamenten te leggen in plaats van de vroegere wilde groei.' Een private equity-investeerder onderstreepte dat het invoeren van een professionelere bedrijfsvoering een uitdaging vormt: 'Het invoeren van systemen (bijvoorbeeld inzake IT) en van structuren in het familiebedrijf is de grootste uitdaging. Er komt verandering in het familiebedrijf, wat op weerstand kan botsen. Bovendien stijgt de structuurkosten na de intrede van de private equity-investeerder.' Ook een intermediair merkte op dat die vorm van professionalisering een spanningsveld kan doen ontstaan doordat het familiebedrijf niet langer op basis van buikgevoel kan beslissen.

Raad van bestuur

Ten tweede komt de professionalisering tot uiting in de raad van bestuur, waar de familie bereid moet zijn op kritische vragen te antwoorden. Meestal treden twee rechtstreekse vertegenwoordigers van de private equity-investeerder toe tot de raad van bestuur van het familiebedrijf, zodat twee paar ogen het bedrijf volgen. Het kan ook gebeuren dat een onafhankelijke bestuurder (die geen aandelen heeft, niet dagelijks in het bedrijf werkt en er geen commerciële band mee heeft) tot het familiebedrijf

toetreedt. Binnen de raad van bestuur waken de private equity- en onafhankelijke bestuurders over het vastleggen van de bevoegdheden van de medewerkers van het familiebedrijf, over de contracten, de marges, de financiële discipline, de strategische rechtlijnigheid, ... Zij vormen er ook een rationele factor:

'In familiebedrijven spelen heel wat emotionele factoren. Emoties zijn geen probleem, maar ondernemers moet je wel bij de les houden. Wij willen discipline inbouwen.'

'Emoties kunnen en mogen niet worden weggefilterd in een familiebedrijf, maar private equity laat toe om die emoties een stuk te objectiveren.'

De private equity-investeerder moet er wel over waken dat hij niet te vaak zijn rechtstreekse vertegenwoordigers in de raad van bestuur verandert. Dat kan de vertrouwensband met de familie schaden en kan leiden tot het uitstellen van belangrijke beslissingen. In een praktijkgeval wijzigde de private equity-investeerder in een periode van vijf jaar viermaal zijn rechtstreekse vertegenwoordigers in de raad van bestuur; een andere ondernemer zag in een tijdspanne van vijf jaar zes verschillende private equity-bestuurders de revue passeren. In nog een ander praktijkgeval heeft de private equity-investeerder op een bepaald ogenblik ook zijn rechtstreekse vertegenwoordiger in de raad van bestuur vervangen. Met die nieuwe private equity-bestuurder was de relatie veel minder goed; hij was vooral uit op het terugverdienen van de participatie en probeerde bijna elke beslissing te blokkeren of af te remmen. Dat heeft uiteindelijk geleid tot het vervangen van die private equity-investeerder door een andere private equity-speler.

Een intermediair nuanceerde de gevolgen van de wissels van de bestuurders door de private equity-investeerder: 'Zoals dat geldt voor CEO's moet je bestuurders hebben die de tijd nemen voor hun rol en zich snel inwerken. Die wissels vormen dan een minder groot probleem.' In een van onze praktijkgevallen is er naast de raad van bestuur een maandelijks adviescomité, waarin twee rechtstreekse vertegenwoordigers van de private equity-investeerder zetelen. Een intermediair vindt het een goede zaak als private equity-investeerders beslissen om CEO's uit hun vroegere portefeuille van ondertussen verkochte bedrijven als bestuurder in een familiebedrijf te brengen: 'Die ex-CEO's vormen voor de private equity-speler een interessante pool, want zij zijn zowel vertrouwd met de familiebedrijven als met private equity.' Als er vóór de intrede van de private equity-investeerder al een paar onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur zetelden, dan zal de komst van private equity-bestuurders draaglijker zijn, aldus een geïnterviewde intermediair.

Een professioneel management

Ten derde vertaalt de professionalisering zich in een professioneel management. Dat kan betekenen dat er een sterke financiële man wordt binnengehaald: 'Het familiebedrijf

moet bereid zijn om te investeren in een degelijke, financiële rapportering en daar hoort soms het investeren in een financieel directeur bij. Dat is een aanzienlijke kost, maar het is een meerwaarde voor het familiebedrijf. Als het bedrijf groeit, komt het bij de banken in contact met andere niveaus van relatiebeheerders en kredietbeslissers.' In een andere onderneming zorgde de private equity-inbreng voor het installeren van een professioneel managementteam. Er werd een financieel, productie- en personeelsdirecteur aangesteld. Die functies werden ingevuld door mensen uit het bedrijf en door nieuwe mensen aan te trekken. Vooral op personeelsvlak veranderde er veel. Niettegenstaande het bedrijf in het hoogseizoen achthonderd mensen tewerkstelde, was er geen human resources-directeur. Professioneler management kan ook met zich meebrengen dat er een middenmanagement wordt ingevoerd, iets wat vaak ontbreekt in familiebedrijven.

Het management moet onder druk kunnen leiden (Chevalier en Langlois, 2010). De private equity-investeerder vraagt dat de bedrijfsleiding gelijktijdig op twee tijdschalen kan redeneren. Er moet namelijk worden gewaakt over de belangen op korte termijn (de cash), zonder evenwel de groeiperspectieven op middellange termijn te ondermijnen. Een private equity-investeerder verduidelijkt: 'Men moet twee complementaire visies hebben, één op korte termijn en één op lange termijn. De vragen op korte termijn zijn bijvoorbeeld: Gaan we het budget realiseren, welke zijn de vier of vijf variabelen die ons toelaten om het te verwezenlijken, welke onaangename verrassingen kunnen roet in het eten gooien, welke zijn de noodplannen als er zich moeilijkheden voordoen? De vragen op lange termijn zijn: Welke zijn mijn grote strategische prioriteiten, heb ik de geschikte menselijke en financiële middelen om ze te realiseren, stroken die middelen met mijn prioriteiten?' (Chevalier en Langlois, 2010, p. 183). Ook volgens Lev (2012) wensen investeerders die tweeledige informatie: een maatstaf voor locatie ("a measure of location") die aantoont hoe het bedrijf er nu voor staat en een maatstaf voor richting ("a measure of direction") die aanduidt waar het bedrijf naartoe gaat. De private equity-investeerder ontwikkelt dan ook, samen met de bedrijfsleiding, een langetermijnplan en een plan op zes maanden.

ALS FAMILIEBEDRIJF TRANSPARANT ZIJN

Een geïnterviewde private equity-investeerder wees op het belang van openheid vanwege de familie. Die openheid komt onder meer tot uiting in het melden van slechte evoluties aan de private equity-investeerder. Ook Lev (2012) vindt het essentieel dat investeerders tijdig worden geïnformeerd over slecht bedrijfsnieuws. Er moet dan uit de doeken worden gedaan hoe het bedrijf de slechte prestaties zal ombuigen; investeerders moeten op de hoogte worden gehouden van de vooruitgang van die corrigerende maatregelen.

Lev (2012) pleit ervoor dat eerlijkheid zegeviert bij financiële rapportering. Verder

moeten investeerders volgens hem ook "zachte" informatie ontvangen, zoals een beschrijving van de concurrentiepositie van het bedrijf, de sterkte van de intellectuele eigendom, ... Ten slotte moet er worden gerapporteerd, aldus Lev, over de onderliggende factoren ("value drivers" zoals bijvoorbeeld klantengroei) die zorgen voor de financiële resultaten.

ZEER FREQUENT TWEERICHTINGSVERKEER

Er moeten dus geregeld contacten zijn tussen het familiebedrijf en de private equity-investeerder, ook buiten de raad van bestuur. Een private equity-investeerder lichtte toe: 'Ik bel wekelijks met de familiebedrijven waarin we participeren. In sommige fasen, zoals bij een overname, ben je veel bezig met het bedrijf in kwestie en ben je er tot twee dagen aanwezig. Dat is precies een "partnership".' Ook de externe manager van een familiebedrijf getuigde over zijn frequente contacten met de private equity-investeerder in het bedrijf: 'Ik heb jaarlijks tien tot vijftien keer contact met de private equity-investeerder. Als ik bij wijze van spreken vandaag de private equity-investeerder opbel voor een bepaalde kwestie, dan staat die morgen al in het bedrijf.' Een geïnterviewde intermediair had het over een wederzijds engagement: 'Ook de private equity-spelers moeten engagement tonen tegenover het familiebedrijf. Zij mogen zich niet alleen inlaten met het bedrijf als het slecht gaat of bij een exit. Zij moeten zich engageren om de raad van bestuur voor te bereiden, zich in te leven en in te werken in de markt, ... Het familiebedrijf wil immers een waardige gesprekspartner.'

‘Als je je bedrijf verkoopt,
denk dan aan de “day after exit”,
want er komt sowieso een exit.’

3. UITSTAPFASE

Een exit is onlosmakelijk verbonden met de investering van private equity in een familiebedrijf. Dat werd heel duidelijk gesteld door een familiale ondernemer en een intermediair:

‘Als je je bedrijf verkoopt, denk dan aan de “day after exit”, want er komt sowieso een exit.’

‘Het is essentieel dat de familie realistisch is en aanvaardt dat de private equity-investeerder op termijn een exit wil. Die psychologische klik moet de familie kunnen maken. Zij zal op een bepaald ogenblik die investeerder moeten lossen.’

Een andere familiale ondernemer gaf volgende aanbeveling: ‘Bouw geen emotionele band op met de private equity-speler, want het gaat duidelijk om een zakelijke en een tijdelijke samenwerking.’ Precies dat laatste schrikt heel wat ondernemers af in de keuze om al dan niet een beroep te doen op private equity. Een investeringsmanager haalde een vaak gehoorde commentaar van familiale ondernemers aan: ‘Ze zijn nog niet binnen of ze zijn al aan het kijken hoe ze er kunnen uit stappen.’ Toch nuanceerde hij die uitspraak: ‘Wij blijven zolang er waarde wordt gecreëerd. Bij ons is de exit afgestemd op het businessplan en niet omgekeerd. Onlangs beëindigden we een participatie waarin we meer dan dertig jaar actief zijn geweest. Waarom zouden we immers uitstappen? Uitstappen betekent ook terug instappen in een ander bedrijf, en dat houdt opnieuw risico's en kosten in.’

Volgens een geïnterviewde intermediair onderschatten familiebedrijven dat private equity-investeerdere een beperkte tijdshorizon hebben, dat er op termijn een exit zal plaatsvinden en wat dat teweegbrengt: ‘In de laatste twee jaren van de overeenkomst zal de private equity-investeerder niet altijd meer in een bepaald project stappen gezien de nakende exit.’

Acht van de elf betrokken familiebedrijven in dit onderzoek werden reeds geconfronteerd met een gedeeltelijke of volledige exit van een private equity-speler. Uit hun ervaringen kunnen we volgende zaken afleiden:

- Meerdere familiebedrijven starten onmiddellijk met twee private equity-investeerdere op het ogenblik dat ze private equity binnenhalen.
- Het private equity-gebeuren kent een enorme dynamiek:
 - Een eerste private equity-speler wordt na verloop van tijd vervoegd door een tweede private equity-speler.
 - Een nieuwe private equity-speler vervangt een of meerdere vorige private equity-investeerdere.

- Eén private equity-speler valt na verloop van tijd weg wanneer er oorspronkelijk meerdere private equity-investeerders waren.
- Eén private equity-investeerder verhoogt zijn participatie, terwijl de andere private equity-speler zijn participatie verlaagt.
- Als er na verloop van tijd opnieuw wordt gewerkt met private equity kan dat omwille van andere of bijkomende redenen zijn dan bij de eerste intrede van een private equity-speler.

INGELOSTE VERWACHTINGEN

In het algemeen zijn de bevroegde familiebedrijven tevreden over hun vroegere en huidige samenwerking met private equity-investeerders. Dat blijkt uit het feit dat verschillende familiebedrijven in het onderzoek betrokken zijn geweest bij meerdere kapitaaloperaties met verschillende private equity-spelers. Een ondernemer getuigde: ‘De verwachtingen werden voor de familie volledig ingelost. Er is steeds met de private equity-spelers een goede verstandhouding geweest. We zouden het zeker en vast opnieuw doen. Indien het zou zijn tegengevallen, waren we immers nooit mee in de tweede kapitaaloperatie gestapt.’ Ook een andere familiale ondernemer reageerde uiterst tevreden: ‘Het was een schitterende en een gedroomde partner.’ Nog andere familiale ondernemers blikten tevreden terug op de ervaring met private equity-investeerders:

‘In 2010 zijn zij uitgestapt. Zonder audit. Er was immers veel vertrouwen. Het was een zeer positief proces waarbij we maar drie keer moesten samenkomen om de exit te regelen.’

‘Zij stelden een nieuwe speler voor als koper van hun aandelen. De keuze lag bij hen, maar ze hebben ons steeds sterk bij de onderhandelingen betrokken. Uiteindelijk hebben wij dan ook ons akkoord gegeven.’

Sommige gesprekspartners bleven gedeeltelijk op hun honger zitten, al beschouwen zij de samenwerking met private equity nog steeds als een positieve ervaring:

‘Er was vanuit de private equity-investeerder geen industriële visie, maar hij leverde wel de nodige toegevoegde waarde op het gebied van corporate governance en financiën. Op die manier werd de samenwerking toch als goed ervaren.’

‘De eerste private equity-speler was teleurstellend. Zijn inbreng was zeer beperkt. Echt een “hands-off approach”. De tweede private equity-speler deed veel meer moeite om de business te begrijpen. Hij heeft echt bij dossiers geholpen. Op financieel-technisch gebied hadden we er dan weer wat minder aan. Momenteel zijn we de samenwerking opgestart met een nieuwe investeerder, aangezien er andere expertise nodig is voor

de internationalisering van ons bedrijf.’

‘Ondanks de goede samenwerking is de private equity-investeerder nooit een dynamische en actieve aandeelhouder geweest. Dat is echter tien jaar geleden. Ik geloof sterk dat die private equity-speler van toen niet meer die van nu is.’

‘Het is toch moeilijk, want je krijgt tegengestelde belangen. Ik besef dat we meer schriftelijke afspraken hadden moeten maken over de randvoorwaarden, zoals warrants, de kosten verbonden aan de transactie van de exit, de earn out clause, enzovoort. Want nu zit ik soms tussen de vorige private equity-speler en de huidige investeerder.’

Een van de familiale ondernemers gaf nog een tip mee: ‘Vermijd te veel private equity-spelers, want het vlot niet altijd tussen hen. Ze hebben niet altijd dezelfde visie. Bij de verkoop aan de industriële speler hadden wij bijvoorbeeld het meeste last met de private equity-speler met de kleinste participatie.’ Een intermediair beaamde dat volmondig: ‘Het is te vermijden om bijvoorbeeld drie kleinere private equity-spelers te hebben. Die werken elkaar vaak tegen. Het is nog erger dan een kleutertuin hoe die met elkaar omgaan, en over en tegen elkaar spreken.’

Ook de private equity-investeerders werden geconfronteerd met de vraag of de verwachtingen steeds worden ingelost indien zij participeren in een familiebedrijf. Voor de meeste gesprekspartners behoort een vroegtijdige uitstap steeds tot de mogelijkheden bij ondermaatse prestaties. Toch benadrukten verschillende private equity-investeerders dat ze in dergelijke gevallen steeds op een constructieve wijze zullen proberen een oplossing te zoeken:

‘Wij willen dan in eerste instantie begrijpen waarom de doelstellingen niet worden gehaald, alvorens een vroegtijdige uitstap te overwegen. Dat laatste is trouwens te vermijden omdat je dan steeds vertrekt met een scheur in je broek.’

‘Als de verwachtingen niet worden ingelost, kan er vroegtijdig worden uitgestapt. Maar indien de oorzaak bijvoorbeeld bij het management ligt, dan moet veeleer dat management worden vervangen.’

‘Vroegtijdig uitstappen kan en is reeds gebeurd in het verleden als de cijfers niet goed waren. Je komt dan vaak tot een patstelling, met meestal als resultaat dat de familiale eigenaar de private equity-speler terug uitkoopt.’

Onderzoek naar de impact van de overname van een bedrijf door private equity-investeerders op de prestaties van dat bedrijf levert geen eenduidige conclusies

op. Zo stelt Vinten (2008) in zijn studie van 73 Deense overgenomen bedrijven een verslechtering vast van de prestaties, terwijl Buttignon e.a. (2005) zeer uiteenlopende resultaten waarnemen in hun onderzoek bij 21 Italiaanse bedrijven. Zij stellen meer bepaald bij 7 bedrijven een hogere omzet en winst vast na een buy-out, terwijl beide succesmaatstaven bij 6 andere bedrijven net dalen. Bij de overblijvende 8 ondernemingen daalt één van beide maatstaven, terwijl de andere stijgt.

Wilson e.a. (2011) wijzen erop dat er voor betrouwbare besluiten moet worden gewerkt met een “matched sample” (gepaarde steekproef). Zij nemen in hun steekproef bedrijven op die een buy-out kenden via private equity-investering en tevens soortgelijke bedrijven naar sector die een buy-out doormaakten zonder private equity-investering, private en beursgenoteerde bedrijven voor de periode 1995-2010. Hun resultaten wijzen op een sterkere financiële prestatie van de buy-outs via een private equity-investering. De hogere productiviteit en hogere “return on assets” zijn zelfs meer uitgesproken tijdens de recessieperiode (2003-2010).

Lardons resultaten (2009) zijn minder eensluidend. Hij werkte in zijn onderzoek naar de impact van buy-outs met behulp van private equity-kapitaal op de prestaties van Belgische familiebedrijven eveneens met een “matched sample”. Op basis van een vergelijking van de prestaties van de familiebedrijven tot drie jaar na de transactie met de cijfers één jaar voorafgaand aan de transactie, kwam hij tot volgende bevindingen: familiebedrijven betrokken in een dergelijke buy-out ondervonden een sterke groei na de transactie die echter gepaard ging met een daling van de rendabiliteit van de onderneming (verkoopmarge en rendabiliteit totaal actief). Bovendien werd er na de transactie een significante daling vastgesteld van de solvabiliteit en de liquiditeit van de onderneming. Tot slot blijken de familiebedrijven na de buy-out hun investeringsgraad te kunnen handhaven, in tegenstelling tot de controleondernemingen waar er een daling van nieuwe investeringen in materiële vaste activa kon worden vastgesteld.

Eenmaal de private equity-investeerders zich terugtrekken, gebeurt dat volgens Kaserer (2011) in 40 procent van de gevallen door het bedrijf door te verkopen aan een strategische investeerder. Op de tweede plaats volgt de verkoop aan een andere private equity-investeerder of aan een institutionele investeerder, goed voor ruim een derde van alle uitstapsscenario's. De private equity-investeerders zelf slagen er vaak in winst te maken op het moment van uitstap. Hoeveel ze eraan verdienen, hangt dan weer vooral af van de verbeterde omzetcijfers van de onderneming. Ook het aandeelhouderspercentage blijkt een significant positief verband te vertonen met de uiteindelijk gerealiseerde opbrengst voor de private equity-investeerders (Kaserer, 2011).

REDENEN VOOR VERVROEGDE EXIT

Een eerste reden voor de (gedeeltelijke) uitstap van een private equity-speler kan worden gevonden in de interne reorganisatie van de investeerder. Vaak ging het daarbij om de private equity-poot van een grootbank:

‘De exit was initieel voorzien voor 2012. Maar gezien de private equity-speler ondertussen was opgegaan in een grotere groep is dat reeds in 2010 gebeurd. Ze hebben toen hun volledige pakket aandelen (51 procent) verkocht en een deel (35 procent) terug ingekocht.’

‘Het is mogelijk dat wegens een fusie tussen financiële instellingen er soms sneller wordt uitgestapt. Maar ook de financiële regulering kan daarbij een rol spelen. Denk bijvoorbeeld maar aan Basel III en de voorgeschreven kapitaalvereisten voor de banken.’

Een tweede reden voor de uitstap van private equity kan worden gevonden in conflicten die geleidelijk aan kunnen ontstaan tussen de familiale aandeelhouders en de private equity-investeerder:

‘Gedurende twee jaar was de samenwerking zeer goed en constructief. Toen is er echter een conflict ontstaan binnen de organisatie van de private equity-speler, waardoor de bestuurder werd vervangen. Met die tweede persoon was de relatie veeleer slecht. Op dat moment hebben we een nieuwe investeerder binnengehaald om de bestaande te kunnen uitkopen.’

‘De private equity-speler stelde niet veel eisen, maar wou wel een veelbelovend businessplan dat achteraf gezien veel te optimistisch was. Doordat na een tijd duidelijk werd dat het businessplan niet werd gehaald, ontstond er een spanningsveld met de investeerder. Er was ook een verschillende visie. Om toch maar het businessplan te halen, wilden zij dat we alles gingen doen. Wij daarentegen wilden in een niche de beste zijn. De impasse in de raad van bestuur kon niet meer verder.’

Een derde reden voor de uitstap is als de private equity-speler oordeelt dat hij geen toegevoegde waarde meer heeft: ‘Wij stappen uit als er een mooi parcours van waardecreatie is afgelegd. Indien wij geen toegevoegde waarde meer kunnen leveren, stappen we eruit. Er zal dan in overleg met de familiale aandeelhouders een exit-proces worden opgestart.’

WIJZE VAN EXIT

Uit een analyse van de praktijkgevallen blijkt dat in zes van de acht familiebedrijven die werden geconfronteerd met een (gedeeltelijke) uitstap van een private equity-

speler, een andere bestaande private equity-speler in het bedrijf zijn belang optrok of een nieuwe private equity-investeerder aan boord werd gehaald.

De private equity-investeerders haalden nog andere mogelijkheden voor de exit aan. Wat zeer vaak voorkomt is de zogenaamde trade sale, de verkoop van de aandelen aan een industriële partner: 'Het is een signaal dat je synergievoordelen kan creëren en aanbieden als private equity-speler. Het geeft aan dat dankzij private equity een groeiverhaal in de markt werd gezet. Deze optie stelt in zekere zin de toekomst van private equity veilig.'

De terugkoop door de familiale aandeelhouders behoort eveneens tot de mogelijkheden. Ook een beursnotering werd door sommige investeerders vernoemd, al voegde één van hen er wel aan toe dat het hier momenteel slechts over een theoretische optie gaat.

Voor een geïnterviewde intermediair is de ideale exit voor elke private equity-investeerder als het bedrijf bij de exit voor de volle honderd procent wordt verkocht (en niet enkel het private equity-deel). Anders dreigt de opbrengst suboptimaal te zijn. Het is volgens hem ook essentieel dat de private equity-speler of de familie ervoor zorgt dat er op het ogenblik van de verkoop een goed managementteam mee wordt "verkocht". Het bedrijf zal dan de grootst mogelijke waarde hebben.

Over de verschillende uitstapmogelijkheden stipte een investeringsmanager nog aan: 'De verkoop aan een andere financiële speler is een minder sexy optie omdat het dan kan overkomen alsof je louter een spelletje speelt met het bedrijf. De verkoop aan bestaande medeaandeelhouders is dan weer niet te verkiezen, omdat dit dan ergens een signaal geeft dat de belangen van de verschillende aandeelhouders niet meer gelijk lopen.'



4. EEN DOZIJN BESTE PRAKTIJKEN VOOR EEN DUURZAME RELATIE

INITIËLE FASE

De kiemen voor een duurzame relatie tussen het familiebedrijf en private equity-investeerdere worden gelegd tijdens de initiële fase. Dat is de fase voordat een private equity-investeerder zijn intrede doet. Uit de praktijkgevallen kunnen we vijf beste praktijken afleiden die zich tijdens die initiële fase voordoen (zie ook Figuur 1).

1. Klaar zijn voor private equity

Ten eerste moeten de drie subsystemen van het familiebedrijf – het individuele familielid, de familie en het bedrijf – zich afvragen of ze klaar zijn voor private equity. Het individuele familielid moet bij zichzelf nagaan of het openstaat voor private equity en moet eveneens nadenken over zijn rol in het familiebedrijf na de intrede van de private equity-investeerder. De familie van haar kant moet bereid zijn om een stuk familiale controle prijs te geven, zonder daarom zeggenschap over het bedrijf te verliezen, en moet haar beweegredenen voor private equity kennen. Het bedrijf ten slotte moet al een stuk van de weg naar professionalisering zijn ingeslagen en mag bijgevolg geen “one man band” zijn. Het moet ook voldoende doorzichtig zijn.

Een geïnterviewde intermediair vat dit treffend samen: ‘Het zetten van de stap naar private equity is voor een familiebedrijf een proces, dat moet rijpen in het hoofd en het hart van de familie, en vraagt een mentale aanvaarding.’

2. De meest geschikte partner selecteren

Nadat het familiebedrijfsysteem er zich van heeft vergewist dat het klaar is voor private equity, komt het eropaan de meest geschikte private equity-investeerder(s) te selecteren. Het verdient aanbeveling om verschillende investeerders te screenen. Die screening heeft als doel na te gaan welke private equity-investeerder het beste bij het familiebedrijf past. De familie kan daarvoor een aantal criteria gebruiken, zoals het EQ-gehalte, de waarden, ... van de private equity-investeerder.

Het belang van een “fit” met de manager van het bedrijf waarin de private equity-speler investeert, is cruciaal (Chevalier en Langlois, 2010). Een vertegenwoordiger van een private equity-investeerder zegt daarover: ‘Naast het belang van onze financiële en strategische analyses zijn de menselijke factor en de intuïtieve personae een conditio sine qua non voor het slagen’ (Chevalier en Langlois, 2010, p. 60).

Private equity-investeerdere maken gewag van het aligneren van de belangen, van een omgeving van partnerschap. Dat partnerschap met de leiding van het bedrijf zal sterker zijn als de private equity-speler de voeten in de aarde heeft, op de inhoud van het bedrijf werkt en minder het accent legt op financiële engineering. Het

familiebedrijf van zijn kant zal een meer geloofwaardige partner van de private equity-speler zijn, als de familie de financiële taal beheerst. Een zakenadvocaat vat het als volgt samen: ‘Men moet uit het hoofd de dynamiek van de balans en van de cashflow kennen, om een geloofwaardige partner van de private equity-fondsen te zijn’ (Chevalier en Langlois, 2010, p. 175).

3. Professionele presentatie

Tijdens en na de selectie van de private equity-investeerder moet het familiebedrijf zich professioneel presenteren aan de hand van een uitgebreid maar realistisch ondernemingsplan. In deze derde beste praktijk wordt het businessplan beschouwd als het fundamentele richtpunt van een private equity-deal. De bedrijfsleiding moet precies weten waar ze naartoe gaat. Ze doet er goed aan zich voor en tijdens de presentatie van het ondernemingsplan extern te laten begeleiden.

4. Schriftelijke afspraken maken

Wanneer de private equity-investeerder is gekozen, moet de familie duidelijke schriftelijke afspraken met hem maken, bij voorkeur onder externe begeleiding. We kunnen verwijzen naar een aandeelhoudersovereenkomst, naar eventuele afspraken over de termijn van samenwerking en over welke beslissingen instemming van de familie is vereist, ...

5. Geen te hoge leverage

Een laatste beste praktijk die het pad effent voor de samenwerkingsfase slaat op het monteren van de leverage door de private equity-investeerder. Die leverage mag niet te hoog zijn. Dat wil zeggen dat de private equity-investeerder geen te hoge schulden mag aangaan voor het kopen van (een deel van) het familiebedrijf. Die schulden moeten immers worden terugbetaald met de kasstroom die het familiebedrijf genereert. Een te hoge leverage dreigt de samenwerking te ondermijnen.

SAMENWERKINGSFASE

Wanneer de private equity-investeerder zijn intrede heeft gedaan, breekt de samenwerkingsfase aan. Ook voor het succes van die samenwerkingsfase dienen zich een aantal beste praktijken aan.

6. Elkaar respecteren

Ten eerste moeten het familiebedrijf en de private equity-investeerder elkaar respecteren in de samenwerking. De private equity-investeerder moet de familie erkennen en mag zich niet te veel inlaten met het operationele. De familie moet openheid aan de dag leggen door geregeld met de private equity-investeerder op informele wijze te communiceren en door maandelijks een degelijke transparante rapportering met cijfers voor te leggen.

7. Verdere professionalisering

Die rapportering weerspiegelt de verdere professionalisering van alle systemen in het familiebedrijf. Die toenemende professionalisering komt ook tot uiting in de samenstelling van de raad van bestuur (het opnemen van onafhankelijke bestuurders) en van het management (eventueel aanstellen van externe managers).

8. Niet te veel private equity-partners

Verder zal de samenwerking met private equity gesmeerder verlopen, als er niet te veel private equity-investeerdere op hetzelfde moment in het familiebedrijf participeren. Een te groot aantal private equity-partijen maakt het immers moeilijker om compromissen te bereiken. Bovendien kan er onenigheid tussen de private equity-investeerdere ontstaan.

9. Engagement tonen

Een andere beste praktijk voor een stevige relatie heeft betrekking op het engagement dat de familie en/of het management toont tegenover de private equity-investeeder. Er zal sprake zijn van een duidelijk engagement als de familie en/of het management zelf nog in het kapitaal van het bedrijf participeert.

10. Private equity heeft visie op middellange termijn

De samenwerking zal een langer leven beschoren zijn als de private equity-investeeder een visie op middellange termijn hanteert. Dat houdt in dat de private equity-investeeder ook aan boord blijft wanneer het bedrijf in woeliger wateren terechtkomt en daardoor wat onder de verwachtingen presteert.

11. Wederzijds vertrouwen niet beschamen

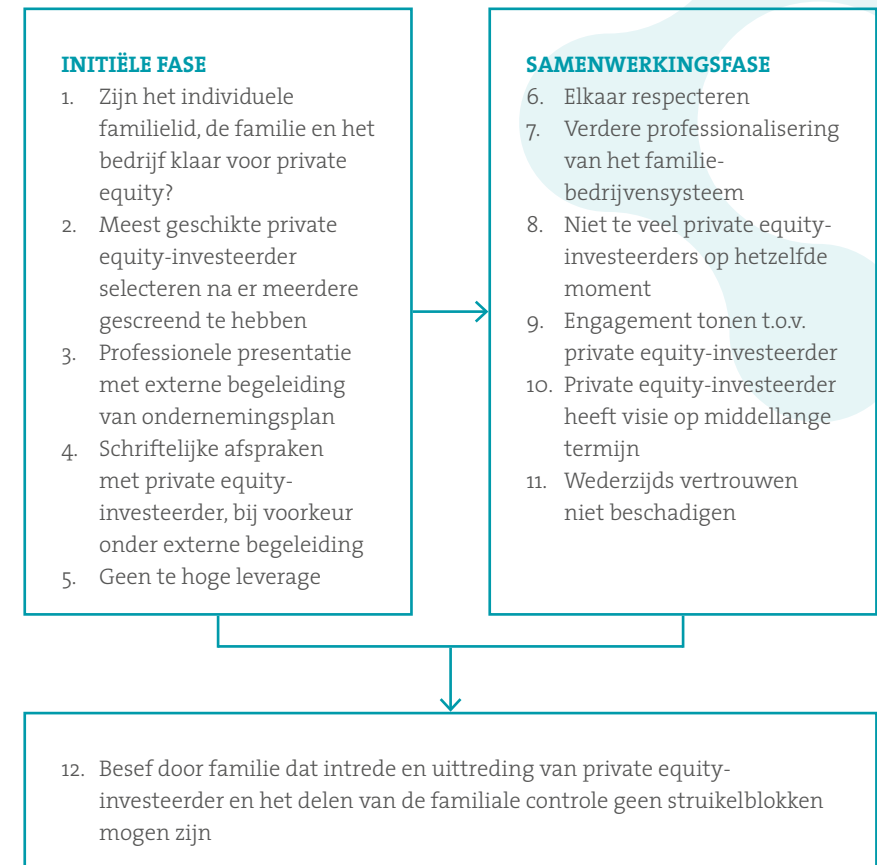
Beide partijen moeten erover waken dat ze het wederzijdse vertrouwen niet beschamen. Dat wederzijdse vertrouwen zal worden geschonden als de private equity-investeeder plots van koers verandert, te vaak zijn vertegenwoordigers in de raad van bestuur van het familiebedrijf wijzigt en zijn meerderheidsbelang misbruikt. De familie die een meerderheidsbelang heeft, kan ook een vertrouwensbreuk veroorzaken als ze haar machtspositie misbruikt.

12. Intrede en uittreding: geen struikelblokken

De twaalfde beste praktijk is het besef van de familie dat de intrede en de uittreding van een private equity-investeeder en het delen van de familiale controle geen struikelblokken voor een familiebedrijf hoeven te zijn.

Figuur 1:

Een dozijn beste praktijken voor een duurzame relatie tussen het familiebedrijf en private equity-investeerdere



LITERATUURLIJST

- Achleitner, A.-K., Schraml, S. en Tappeiner, F. (2008). Private equity minority investments in large family firms: What influences the attitude of family firm owners? CEFS Working Paper Series 2008-12, Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), Technische Universität München.
- Bonini, S., Alkan, S. en Salvi, A. (2011). The Effects of Venture Capitalists on the Governance of Firms. *Corporate Governance: An International Review*, pp. 1-25.
- Buttignon, F., Vedovato, M., Bortoluzzi, P., Gervasoni, A., Del Giudice, R., Bollazzi, F. en Soppelsa, C. (2005). Family business investor buyouts: The Italian case. Working paper, University of Padua, pp. 1-27.
- Chevalier, M. en Langlois, D. (2010). *Private Equity et Management des Entreprises*. Paris, Economica.
- Cronqvist, H. en Nilsson, M. (2005). The choice between rights offerings and private equity placements. *Journal of Financial Economics*, 78, pp. 375-407.
- Dawson, A. (2011). Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs. *Journal of Business Venturing*, 26, pp. 189-199.
- EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) (2005). Private equity and generational change. The contribution of private equity to the succession of family businesses in Europe. EVCA Buyout Committee Paper, pp. 1-36.
- Kaserer, C. (2011). Return attribution in mid-market buy-out transactions – New evidence from Europe. Center for Entrepreneurial and Financial Studies Research Report 2011-01, pp. 1-48.
- Lardon, A. (2009). Impact van private equity-backed buy-outs op de performantie van Belgische familie-ondernemingen. Masterproef – Universiteit Antwerpen, Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen, pp. 1-128.
- Lev, B. (2012). *Winning investors over. Surprising truths about honesty, earnings guidance, and other ways to boost your stock price*. Boston, Massachusetts, Harvard Business Review Press.
- O'Brien, D. (2008). The private equity board: a good governance model? Egon Zehnder International.
- Poutziouris, P.Z. (2001). The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14 (3), pp. 277-291.
- Scholes, L., Wright, M., Westhead, P., Bruining, H. en Kloeckner, O. (2009). Family-firm buyouts, private equity, and strategic change. *The Journal of Private Equity*, 12 (2), pp. 7-18.
- Seet, P., Graves, C., Hadji, M., Schnackenberg, A. en Gustafson, P. (2010). The effect of finance, knowledge and empathy gaps on the use of private equity amongst family-owned SMEs. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 11 (1), pp. 85-104.
- Tappeiner, F., Howorth, C., Achleitner, A.-K. en Schraml, S. (2012). Demand for private equity minority investments: a study of large family firms. *Journal of Family Business Strategy*, doi: 10.1016/j.jfbs.2012.01.001.
- Upton, N. en Petty, W. (2000). Venture capital investment and US family business. *Venture Capital*, 2 (1), pp. 27-39.
- Vinten, F. (2008). The performance of private equity buyout fund owned firms. Working paper, Centre for Economic and Business Research (CEBR), Copenhagen Business School, pp. 1-62.
- Ward, J.L. (1997). Growing the family business: Special challenges and best practices. *Family Business Review*, 10 (4), pp. 323-338.
- Whisler, T.L. (1988). The role of the board in the threshold firm. *Family Business Review*, 1 (3), pp. 309-321.
- Wilson, N., Wright, M. en Scholes, L. (2011). Private equity portfolio company performance through the recession. BVCA: URL: http://admin.bvca.co.uk/library/documents/PE_company_performance_recession1.pdf [11 mei 2012].
- Wolf, M. (2012). Capitalism in crisis. Seven ways to fix the system's flaws. *Financial Times*, January 23

COLOFON

Auteurs

Johan Lambrecht, Diane Arijs, Vincent Molly en Wouter Broekaert,
Studiecentrum voor Ondernemerschap, Hogeschool-Universiteit Brussel

Eindredactie

Björn Crul, Comm2B

Vormgeving

Apunta

Druk

Drukkerij Lowyck

Verantwoordelijke uitgevers

Patrick Deschutter en Jozef Lievens,
Instituut voor het Familiebedrijf.



Wettelijk Depot D/2013/13275/1

De overname of het citeren van tekst uit deze brochure wordt aangemoedigd, mits correcte bronvermelding.

