

Performance na een buy-out: een empirische studie in België

Lotte Goossens, Sophie Manigart en Miguel Meuleman

SAMENVATTING Dit artikel heeft als doel na te gaan hoe ondernemingen zich na een buy-out verder ontwikkelen. We baseren ons hiervoor op 288 Belgische buy-outs en analyseren de groei, de ontwikkeling van het werknemersbestand en de operationele rentabiliteit. We maken hierbij een onderscheid tussen ondernemingen waarbij de buy-out gefinancierd werd zonder of met private equity (PE), en in het laatste geval naargelang de PE-investeerder de transactie geïnitieerd heeft of niet. Uit de resultaten blijkt dat de verkopen, totale activa en werknemers sterk groeien na de buy-out, maar niet de operationele rentabiliteit. In tegenstelling tot de verwachtingen groeien de niet-PE gesteunde ondernemingen niet alleen meer dan de PE-gesteunde ondernemingen, maar kennen ze eveneens de hoogste efficiëntiestijging.

1 Inleiding

Continentaal-Europese private equity (PE)¹-investeerdere zijn steeds vaker actief in het segment van buy-out financiering. Dit hoeft geen verwondering te wekken, aangezien investeringen in dit segment in het verleden de hoogste rendementen behaald hebben, terwijl ze minder risicovol zijn dan investeringen in startende ondernemingen (EVCA, 2006).

Lotte Goossens is als onderzoeks- en onderwijsassistente verbonden aan de faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit Gent, vakgroep Accountancy en Bedrijfsfinanciering. Prof. dr. ir. Sophie Manigart is gewoon hoogleraar aan de faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit Gent, vakgroep Accountancy en Bedrijfsfinanciering en aan de Vlerick Leuven Gent Management School. Dr. Miguel Meuleman is post-doctorale onderzoeker aan de Vlerick Leuven Gent Management School en Nottingham University.

Tot het midden van de jaren negentig waren buy-outs zeldzaam in Continentaal-Europa, in tegenstelling tot de situatie in het Verenigd Koninkrijk, waar buy-outs reeds lang sterk ingeburgerd zijn en bijdragen tot economische vernieuwing.

Tabel 1 (zie pag. 352) geeft een overzicht van de ontwikkeling van PE buy-out financiering in Europa, België en Nederland. De laatste drie jaar is er een sterke stijging merkbaar in zowel het geïnvesteerde bedrag als het aantal investeringen in Europa. Het buy-outsegment is in 2005 goed voor 68,2% van de totale PE-markt. In België daarentegen is het in buy-out geïnvesteerde bedrag in 2004 en 2005 gedaald tot iets meer dan 70 miljoen euro, ten opzichte van meer dan 100 miljoen euro in 2001 en 2002 en zelfs 180 miljoen euro in 2003.² Het aantal investeringen is echter wel steeds jaarlijks toegenomen. In 1999 waren er slechts 16 investeringen, terwijl er in 2005 al bijna 70 waren. Dit houdt in dat het de laatste jaren om kleinere deals gaat. Het buy-outsegment is echter wel goed voor bijna 40% van de totale PE-investeringen in 2005. In tegenstelling tot België kent Nederland een sterke stijging in geïnvesteerde bedragen in 2004 en 2005. Ten opzichte van 1999 is het totale geïnvesteerde bedrag zelfs bijna verdrievoudigd tot meer dan 150 miljoen euro in 2005. Het aantal investeringen is net zoals in België gestegen, van 126 in 1999 tot 190 in 2006. Het gaat hier dus om vrij grote investeringen. Het buy-outsegment is in 2005 goed voor 65,7% van de totale PE-markt; de Nederlandse situatie is bijgevolg vergelijkbaar met de Europese situatie.

Er is een discrepantie tussen de perceptie van buy-outs in de academische wereld ten opzichte van de perceptie ervan in de populaire pers. In de populaire pers worden PE-investeerdere in buy-outs vaak afgeschilderd als de exponenten van het kapitalisme, die enkel uit zijn op vlug geldgewin. Dit doen ze ofwel door turn-arounds te realiseren, via afslankingen en

reorganisaties, of door agressieve schuldfinanciering die het risico van de onderneming vergroot, of door een combinatie van beide. Buy-outinvesteerdere worden dan ook vaak geportretteerd als haaien die hun rendement op korte termijn maximaliseren, ten nadele van de gezondheid op lange termijn van ondernemingen.

In de academische literatuur bestaat echter een andere perceptie van buy-outs. Zowel Amerikaanse als Europese studies tonen consistent aan dat de performance na een buy-out significant verbetert en waarde creëert voor alle aandeelhouders. Dit gebeurt niet enkel door agressieve schuldfinanciering, verbetering van de marges en efficiënter gebruik van de ingezette middelen, maar ook door de vermindering van de agencykosten, aangezien het topmanagementteam na een buy-out mede-aandeelhouder en dus mede-ondernemer wordt. De nieuwe ondernemerscultuur zorgt ook vaak voor een vernieuwd elan van de onderneming, resulterend in een hogere groei. Deze visie geeft een meer ondernemend perspectief aan buy-outs, tonend dat buy-outs op deze wijze kunnen bijdragen tot economische vernieuwing en groei.

Het doel van deze studie is na te gaan wat de ontwikkeling is van ondernemingen die recent een buy-out ondergaan hebben. Meer specifiek gaan we na of de waardecreatie het gevolg is van efficiëntieverhoging enerzijds, of van vernieuwd ondernemerschap dat leidt tot groei anderzijds. De eerste situatie leidt tot een defensieve buy-out, terwijl de laatste situatie kan omschreven worden als een offensieve buy-out. We benadrukken hierin de rol van de PE-investeerdere door de posttransactie-ontwikkeling van buy-outs mét PE te vergelijken met deze buy-outs waar geen PE-investeerdere in betrokken was. Verder maken we

een onderscheid tussen buy-outs waarbij het management het initiatief genomen heeft (de traditionele MBO) en deze waar de PE-investeerdere het initiatief genomen hebben (investor-led buy-outs of IBO).

In de volgende paragraaf wordt het theoretische kader geschetst en worden hypothesen opgebouwd. In paragraaf 3 wordt de steekproef, die gehanteerd zal worden in de empirische testen, beschreven. De soorten buy-outs (3.1) en de kenmerken van de ondernemingen (3.2) worden uitvoerig besproken. Paragraaf 4 bestudeert de ontwikkeling van de onderneming na de buy-out. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de verdere ontwikkeling van de groei (4.1), het personeelsbestand (4.2) en de operationele rentabiliteit (4.3). We besluiten in paragraaf 5.

2 Theoretisch kader

Bij een onderneming die een buy-out ondergaat, verandert het aandeelhouderschap ingrijpend. De eerste studies over buy-outs in de jaren tachtig werden uitgevoerd in de Verenigde Staten. Alhoewel sommige studies geen impact van de buy-out vonden (bijvoorbeeld Ravenscraft en Scherer, 1987; Mueller, 1995; Andrade en Kaplan, 1988), werd in de meeste studies toch geconcludeerd dat er een groei kan vastgesteld worden in cashflow, winst en productiviteit (Kaplan, 1989; Lichtenberg en Siegel, 1989; Smith, 1990). In geen enkele studie werd geconcludeerd dat de buy-out een negatieve invloed had op de groei van de onderneming (Munari et al., 2006).

Om te verklaren waarom een onderneming meer groeit na een buy-out, dient de reden van de buy-out nagegaan te worden. Een grote onderneming kan besluiten om een afdeling te verzelfstandigen, indien

Tabel 1 Ontwikkeling van private equity buy-out financiering in Europa, België en Nederland

€ 1000	Europa		België		Nederland	
	Geïnvesteed bedrag in buy-out	% van het totaal geïnvesteede PE bedrag	Geïnvesteed bedrag in buy-out	% van het totaal geïnvesteede PE bedrag	Geïnvesteed bedrag in buy-out	% van het totaal geïnvesteede PE bedrag
2005	32.053.758	68,2	74.383	38,6	1.534.393	65,7
2004	25.743.206	69,7	71.245	23,9	1.241.742	74,8
2003	18.438.184	63,4	181.792	59,7	611.626	56,0
2002	16.916.957	61,2	128.827	35,8	780.155	45,3
2001	10.944.574	45,0	102.762	25,1	846.335	44,8
2000	14.405.952	41,2	33.584	5,9	356.341	18,6
1999	13.257.380	52,8	49.769	7,4	551.374	29,8

Bron: EVCA Yearbooks, diverse jaargangen

deze niet meer past in de strategie van de moeder of indien de moeder in financiële moeilijkheden verkeert en door de verkoop een deel van haar activa wenst te verzilveren. In beide gevallen is het waarschijnlijk dat de moederonderneming ondergeïnvesteed heeft. Na de buy-out vallen de centrale restricties weg en kan het management opnieuw volop haar visie en strategie ontplooiën. Een andere reden om tot een buy-out over te gaan, komt voor bij familiebedrijven, waarbij er geen nakomelingen zijn die de onderneming willen voortzetten. Vaak zijn het oudere ondernemers die op die manier hun onderneming verkopen aan het management. Oudere ondernemers zijn meer behoudzuchtig, minder innovatief en minder groeigericht (Wright et al., 2006). Wanneer het managementteam door de buy-out ook eigenaar wordt, zijn er opnieuw geen belemmeringen meer om de vernieuwde strategie van het management volop te implementeren.

Hypothese 1: Na een buy-out groeit de onderneming sterker dan voor de buy-out.

Eén van de belangrijkste gevolgen van de verandering van het aandeelhouderschap is het feit dat het agencyrisico vermindert (Muscarella en Vetsuypens, 1990). Immers, na de buy-out wordt het management volledig of gedeeltelijk eigenaar van de onderneming. Zolang het management geen eigenaar is van de onderneming, lopen de doelstellingen van aandeelhouders en managers niet volledig parallel. Voor de aandeelhouders staat waardeverhoging van de onderneming centraal, terwijl het management haar eigen situatie wil optimaliseren. In de veronderstelling dat de aandeelhouders het management niet volledig kunnen controleren, kan het management de middelen van de onderneming deels aanwenden om haar eigen situatie te optimaliseren, eerder dan waardemaximalisatie na te streven (Jensen, 1986). Dit kan ze bijvoorbeeld doen door excessieve lonen uit te betalen of kosten te maken die voordelig zijn voor het management, maar niet noodzakelijk voor de onderneming. Wanneer het management ook de aandeelhouder wordt van de onderneming, vallen deze agencyrisico's weg en zal derhalve de kostenstructuur, en dus de rentabiliteit, van de onderneming verbeteren (Jensen, 1989).

Een tweede reden waarom men kan verwachten dat de rentabiliteit verbetert, is het feit dat de buy-out meestal gefinancierd wordt met een groot pakket aan schulden. Dit maakt dat er meer cashflow moet worden gegenereerd om de schulden te kunnen

aflossen. Meer schulden disciplineert het management dus om meer cashflow te genereren (Jensen, 1986). Studies in de Verenigde Staten (bijvoorbeeld Kaplan 1989; Smith, 1990) en in het Verenigd Koninkrijk (Wright et al., 1997) ondersteunen voorgaande analyse. Er is echter weinig empirisch inzicht over de ontwikkeling na buy-outs in Continentaal-Europa (Munari et al., 2006).

Hypothese 2: Na een buy-out verbetert de rentabiliteit van de onderneming.

In deze bijdrage zullen we meer in het bijzonder bestuderen of er een verschil is tussen ondernemingen die een buy-out uitvoeren met en zonder PE-investeerder. We kennen geen studies die dit bestudeerd hebben. We verwachten echter dat er een verschil zal zijn tussen de groei en de rentabiliteitsverbetering van beide groepen ondernemingen. PE-investeerders zijn immers actieve en gespecialiseerde aandeelhouders die het management bijstaan, ondersteuning geven op financieel en strategisch vlak, netwerken ter beschikking stellen (Sapienza et al., 1996), hulp verlenen bij het rekruteren van topmanagers, enzovoort. Ze zullen ook waarde willen creëren door groei en innovatie (Wright et al., 2006; Zahra, 1995) en het management daarbij actief bijstaan.

Hypothese 3: Een onderneming waarbij de buy-out gefinancierd is met PE zal sneller groeien dan een onderneming zonder PE.

We verwachten ook een verschil in rentabiliteitsverbetering naargelang er een PE-investeerder participeert of niet. Chemmanur en Loutskina (2006) hebben bijvoorbeeld aangetoond dat PE een positieve impact heeft op de performantie na een beursintroduktie in Amerika. PE-investeerders zijn immers gespecialiseerd in het strikt volgen van ondernemingen. Ze zullen de onderneming van nabij volgen en rapporteringssystemen installeren (Beuselinck en Manigart, 2007). Dit moet ervoor zorgen dat er minder onnodige kosten gemaakt worden en dat investeringen beperkt worden tot het strikt noodzakelijke. Dankzij de strikte volging door de PE-investeerder zou de onderneming derhalve een betere performance tonen dan indien er geen PE-investeerder betrokken is in de buy-out (Jensen, 1986; 1989).

Naast de actieve volging is er een tweede reden waarom we verwachten dat buy-outs waarin een PE-investeerder participeert een betere rentabiliteit

zullen vertonen dan buy-outs zonder PE-investeerders (Bruining en Bonnet, 2003). De verandering van aandeelhoudersstructuur heeft tot gevolg dat impliciete contracten die de oude aandeelhouders hadden met het personeel, meer specifiek met betrekking tot tewerkstelling en beloning, verbroken worden (Shleifer en Summers, 1988), waardoor reorganisaties gemakkelijker worden. Dit zal zeker het geval zijn indien de PE-investeerders de buy-out initiëren. In dit geval wordt immers vaak het topmanagement vervangen, wat maakt dat er geen impliciete contracten met het personeel meer zijn. Indien geen PE-investeerders betrokken zijn bij de buy-out, echter, zijn de vroegere managers, die de impliciete contracten aangegaan zijn met de werknemers, de enige aandeelhouders. We verwachten dan ook dat in dit geval minder reorganisaties zullen optreden na de buy-out, leidend tot een minder sterkere stijging in de rentabiliteit. In de buy-outs waarbij het management het initiatief neemt, maar de buy-out uitvoert met behulp van een PE-investeerder, zal de situatie tussen beide extremen in liggen.

Hypothese 4: Na een buy-out waarin een PE-investeerder participeert, verbetert de rentabiliteit meer dan na een buy-out zonder PE-investeerder.

3 Beschrijving van de steekproef

De steekproef is samengesteld uit 288 Belgische buy-out transacties over de periode van 1996 tot 2006. De buy-outs zijn geïdentificeerd via de databanken van Zephyr³ (Bureau van Dijk) en van het Centre for management buy-out research (University of Nottingham). Het CMBOR verzamelt informatie over buy-outs door het versturen van vragenlijsten naar de belangrijkste spelers in de private-equitymarkt. De dataset werd verder aangevuld met transacties uit secundaire bronnen, zoals persberichten van private-equityondernemingen, krantenartikelen en ondernemingswebsites. Van elke onderneming die een buy-out ondergaan heeft, werd jaarrekeninginformatie verkregen via Belfirst. Belfirst verkrijgt jaarrekeninginformatie van alle Belgische ondernemingen via de Nationale Bank van België. De buy-out targets genereerden samen een omzet van ruim 6.967 miljoen euro en stelden bijna 30.000 mensen tewerk voor de buy-out.

3.1. Soorten buy-outs

Tabel 2 geeft een overzicht van het aantal buy-outs in de steekproef in de beschouwde periode. Consistent met tabel 1 is het duidelijk dat de Belgische buy-

outmarkt sterk gegroeid is in de beschouwde periode. Waar we slechts 10 transacties geïdentificeerd hebben in 1996, is dit gestegen tot ongeveer 35 transacties per jaar vanaf 2004. 178 van de 288 buy-outs (62%) zijn traditionele management buy-outs, 93 of 32% zijn de PE-geïnitieerde buy-outs (waarbij de PE-investeerder het initiatief tot overname neemt) en slechts 9 transacties (3%) zijn management buy-ins, waarbij een managementteam, dat oorspronkelijk niet in de doelonderneming actief was, de onderneming overneemt. Voor de resterende ondernemingen is de soort buy-out ongekend. Het aantal management buy-outs is vrij constant in de tijd, maar kent een hoogtepunt in 2004 met 28 MBO's. Het aantal PE-geïnitieerde buy-outs daarentegen stijgt sterk van geen enkele in 1996 tot 19 in 2006. Deze vaststelling loopt parallel met de ontwikkeling van PE-financiering (zie Tabel 1).

Tabel 2 Ontwikkeling van het aantal Belgische buy-outs in de steekproef (1996-2006)

Jaar van buy-out (N = 288)	TOTAAL	
	N	%
1996	10	3,5
1997	19	6,6
1998	28	9,7
1999	28	9,7
2000	21	7,3
2001	31	10,8
2002	22	7,6
2003	21	7,3
2004	43	14,9
2005	33	11,5
2006	32	11,1
TOTAAL	288	100

Tabel 3 geeft de oorsprong van de buy-out weer. Consistent met vaststellingen in andere Europese landen, vindt een groot aantal buy-outs (73, of 25%) zijn oorsprong in de uitkoop van een familiebedrijf. In dit scenario is een buy-out een wijze om de continuïteit en onafhankelijkheid van de onderneming veilig te stellen indien er geen interesse meer bestaat van de familie zelf. Een andere belangrijke oorsprong van buy-outs is de desinvestering van een lokale onderneming (76 transacties of 26%), waarbij een Belgische onderneming een deel van haar activiteiten verzelfstandigt. Nog eens 71 transacties vonden hun oorsprong in de desinvestering van een afdeling binnen niet-Belgische ondernemingen. Secondary buy-outs, waarbij het belang van de private-equity-

investeerder verkocht wordt aan een andere financiële investeerder (vaak opnieuw een private-equityinvesteerder), zijn minder belangrijk (11 transacties, of 4%), alhoewel verwacht wordt dat deze vorm van buy-out aan belang zal toenemen in de nabije toekomst. Public-to-private transacties, gecatalogeerd onder 'andere', komen in België zelden voor. De enige noemenswaardige transactie was die van Ontex in 2003, met een transactiewaarde van ruim €820 miljoen de grootste buy-outtransactie in Europa in dat jaar.

Tabel 3 Oorsprong van de buy-outs

Bron van buy-out (N = 288)	TOTAAL	
	N	%
Desinvestering van lokale onderneming	76	26,4
Familie & private ondernemingen	73	25,3
Andere Europese desinvesteringen	45	15,6
Verenigd Koninkrijk desinvestering	24	8,3
Noord Amerikaanse desinvestering	11	3,8
Andere overzeese desinvestering	2	0,7
Secondary Buy-out	11	3,8
Andere	7	2,3
Onbekend	39	13,5

Slechts 159 transacties (of 55%) werden deels gefinancierd door 87 verschillende PE-investeerders. De overige 129 transacties (of 45%) zijn tot stand gekomen zonder enige vorm van PE-financiering. Dit laatste percentage ligt hoger dan algemeen aanvaard; het hoeft geen verwondering te wekken dat dit de kleinere transacties zijn. De Belgische private-equitymarkt wordt gekenmerkt door een groot aantal kleine private-equityondernemingen en een beperkt aantal grotere investeerders (EVCA, 2000). De GIMV is met 20 transacties de meest actieve investeerder in België, gevolgd door Fortis Private Equity (13 transacties), de Limburgse Reconversie maatschappij (8 transacties) en KBC Private Equity (7 transacties). Sinds 2000 zijn meer en meer internationale private-equityspelers actief geworden op de Belgische private-equitymarkt: 30% van alle buy-outs in de dataset is gefinancierd door internationale PE-investeerders. Deze transacties zijn vaak de grotere transacties. De meest voorkomende internationale buy-outinvesteerders zijn Gilde (NL), 3i Group (UK) en CVC Capital Partners (UK).

3.2. Kenmerken van de ondernemingen

In wat volgt geven we een beeld van de ondernemingen die een buy-out ondergingen. Hierbij wordt gebruik

gemaakt van financiële gegevens één jaar voor het jaar van de transactie. In 23 gevallen bestond er echter geen onafhankelijke onderneming voor de buy-out, waardoor er geen pre buy-out informatie beschikbaar is. Voor deze 23 gevallen werd er indien mogelijk gebruik gemaakt van gegevens in het jaar van de buy-out. Het opnemen van deze gegevens is echter niet zonder gevaar, het kan de resultaten immers vertekenen. Bij de bespreking zal hier dan ook ten gepaste tijde mee rekening gehouden worden.

Tabel 4 geeft de verdeling naar leeftijd en sector van de ondernemingen in de steekproef. De ondernemingen zijn gemiddeld 24 jaar oud op het ogenblik van de buy-out; meer dan de helft van de ondernemingen is tussen 11 en 40 jaar. De helft van de buy-outtargets is actief in de industriële goederen- en dienstensector, met respectievelijk 79 en 73 ondernemingen. De categorie 'andere diensten' omvat onder andere diensten met betrekking tot onroerend goed, zakelijke diensten zoals bijvoorbeeld verhuur

Tabel 4 Leeftijd voor de buy-out en sectorverdeling

Leeftijd (N = 288)	TOTAAL	
	N	%
0 - 5 jaar	53	18,4
6 - 10 jaar	41	14,2
11 - 20 jaar	81	28,1
21 - 40 jaar	54	18,8
41 - 60 jaar	16	5,6
61 - 100 jaar	22	7,6
> 100 jaar	2	0,7
N/A	3	1,0
Minimum*	1	
Maximum*	118	
Gemiddelde*	24	
Mediaan*	16	

Sector (N=288)	TOTAAL	
	N	%
Industriële goederen	79	27,4
Andere diensten	73	25,3
Handel	51	17,7
Consumptiegoederen	36	12,5
Financiële diensten	14	4,9
Bouw	19	6,6
Vervoer en diensten	4	1,4
Andere	12	4,1

* Exclusief ondernemingen opgericht ten gevolge van buy-out (N = 265)

van machines en werktuigen en persoonlijke diensten zoals bijvoorbeeld recreatie, cultuur en sport. Het is duidelijk dat de meeste buy-outs plaatsvinden in sectoren met hoge maturiteit.

Tabel 5 geeft de grootte van de buy-outtargets weer in het jaar voor de buy-outtransactie. De gemiddelde omzet varieert tussen 54.000 euro en 531 miljoen euro, met een gemiddelde van 32 miljoen euro. Dit toont aan dat er een zeer grote verscheidenheid is in buy-outs. De gemiddelde cashflow bedraagt 1,4 miljoen euro, met opnieuw een zeer grote variatie tussen -53 miljoen euro en 50 miljoen euro. De minimum tewerkstelling is één personeelslid, de maximale 3003 personeelsleden, met een gemiddelde van 138 personeelsleden. De gemiddelde totale activa bedragen meer dan 33 miljoen euro.

Tabel 5 Grootte van de ondernemingen in het jaar vóór de buy-out *

1. Omzet (* Euro 1.000)	
Minimum	54
Maximum	531.180
Gemiddelde	32.360
Mediaan	14.107
2. Cash Flow (* Euro 1.000)	
Minimum	-53.387
Maximum	50.479
Gemiddelde	1.436
Mediaan	555
3. Tewerkstelling	
Minimum	1
Maximum	3.003
Gemiddelde	138
Mediaan	49
4. Totale activa (* Euro 1.000)	
Minimum	38
Maximum	969.923
Gemiddelde	33.127
Mediaan	7.971

* Exclusief ondernemingen opgericht ten gevolge van buy-out (N = 265)

4 Ontwikkeling van de onderneming na de buy-out

Van alle beschouwde ondernemingen die een buy-out hebben doorgemaakt, is er nog 238 of 83% actief als onafhankelijke onderneming. Drie van deze ondernemingen hebben na de buy-out een beursintroduktie

gedaan: Metris in 2000 (zes jaar na de buy-out), Newton 21 in 2003 (twee jaar na de buy-out) en Fountain in 1999 (één jaar na de secondary buy-out). Het aantal beursintrodukties is zeer hoog ten opzichte van de totale populatie van Belgische ondernemingen. Alhoewel de steekproef te klein is om hierover statistisch valide uitspraken te doen, lijkt het erop dat de waarschijnlijkheid om een beursintroduktie te doen hoger is voor ondernemingen die een buy-out achter de rug hebben. Tweeëntwintig ondernemingen (8%) zijn gemiddeld vier jaar na de buy-out overgenomen en nog eens 7 (3%) zijn gefuseerd. De overige zijn failliet gegaan (19 ondernemingen, 7%) of gewoon stopgezet (2 ondernemingen, 1%). Op dat ogenblik waren deze ondernemingen gemiddeld 23 jaar oud. Er is geen groot verschil tussen de waarschijnlijkheid van fusies, overnames, faillissementen en stopzettingen in buy-outs ten opzichte van andere Belgische ondernemingen.

De ontwikkeling van de onderneming na een buy-out wordt bestudeerd aan de hand van drie criteria: groei van de onderneming – gemeten aan de hand van de verkopen en van de totale activa –ontwikkeling van het personeelsbestand en performance, gemeten aan de hand van rentabiliteitsmaatstaven. We meten de ontwikkeling telkens tot drie jaar na de buy-out. Aangezien niet alle ondernemingen in de steekproef reeds meer dan drie jaar geleden een buy-out ondergaan hebben, daalt het aantal observaties wanneer de observatieperiode langer wordt. Daardoor dienen de resultaten met de nodige omzichtigheid geïnterpreteerd te worden.

Tabel 6 Groei na de buy-out (alle buy-outs)

Groeimaatstaf	Van jaar i tot jaar j	N	% verandering	P-waarde *
Verkopen	-1 tot +1	136	6,77	0,01
	-1 tot +2	110	9,64	0,00
	-1 tot +3	92	21,29	0,00
Totale activa	-1 tot +1	162	7,89	0,01
	-1 tot +2	132	9,63	0,01
	-1 tot +3	109	16,14	0,00

* Significantieniveau van verschillen tussen de voorgaande jaren (o.b.v. absolute getallen) op basis van de niet-parametrische Wilcoxon signed-rank test.

4.1. Groei

Tabel 6 geeft de groei van de verkopen en van de totale activa van alle buy-outs weer. Het startpunt van de analyse is het jaar voor de buy-out. Het jaar waarin de buy-out plaatsvond, is niet opgenomen, aangezien dit de resultaten zou kunnen vertekenen.

Het is duidelijk uit tabel 6 dat de ondernemingen significant toenemen in omvang na een buy-out, zowel op het gebied van verkopen als van totale activa. Op drie jaar tijd neemt de mediaan verkopen met meer dan 20% toe, terwijl de totale activa stijgen met 16%. De laatste kolom van tabel 6 toont aan dat zowel de verkopen als de totale activa in elk van de daaropvolgende jaren statistisch significant hoger zijn dan in het jaar voor de buy-out.

Tabel 7 analyseert verder hoe de groei verschilt tussen de verschillende groepen buy-outs. De groei is statistisch significant verschillend indien de p-waarde in de laatste kolom van tabel 7 kleiner is dan 0.05. Alhoewel de verkopen van PE-geïnitieerde buy-outs het sterkst stijgen (26.68% na drie jaar) en deze van PE-gesteunde buy-outs het minst sterk stijgen (6.84% na drie jaar), zijn de verschillen niet voldoende groot om statistisch significant te zijn. Opvallend is het feit dat de totale activa het sterkst stijgen bij de groep PE-gesteunde buy-outs, terwijl de groei in verkopen het zwakst is in diezelfde groep. De totale activa stijgen met 42% drie jaar na de buy-out in deze groep ondernemingen, terwijl de totale activa slechts met 12% stijgen drie jaar na de buy-out in de groepen van niet-PE gesteunde buy-outs en van PE-geïnitieerde buy-

outs. Verder is het opvallend dat, alhoewel de verkopen sterk toenemen in de groep van PE-geïnitieerde buy-outs, de totale activa nauwelijks toenemen tot twee jaar na de buy-out bij deze ondernemingen. Alhoewel statistisch niet significant, lijkt het erop dat PE-geïnitieerde buy-outs sterker sturen op het beheersen van de totale activa dan niet-PE en PE-gesteunde buy-outs.

4.2. Ontwikkeling van het personeelsbestand

Wordt de groei gerealiseerd met meer of minder werknemers? Tabel 8 geeft weer hoeveel werknemers betrokken waren bij de 288 buy-outs en hoe het werknemersbestand zich heeft ontwikkeld na de buy-out. De gemiddelde onderneming stelde 128 werknemers tewerk voor de buy-out; in totaal waren derhalve bijna 30.000 werknemers betrokken bij Belgische buy-outs. De buy-outs die tot stand gekomen zijn zonder tussenkomst van private-equityinvesteerdere zijn het kleinst: gemiddeld stellen ze slechts 80 personen (mediaan: 35 personen) tewerk. De PE-gesteunde buy-outs zijn het grootst, met een gemiddeld personeelsbestand van 186 werknemers (mediaan: 61 werknemers) ten opzichte van 154 werknemers (mediaan: 45 werknemers) bij PE-geïnitieerde buy-outs. Het grote verschil tussen gemiddelde en mediaan wijst erop dat er een aantal zeer grote transacties in de dataset opgenomen zijn. De grootste onderneming stelt bijvoorbeeld meer dan 3000 personeelsleden tewerk voor de buy-out. In het vervolg van de analyses concentreren we ons dan ook op de mediaan, die een beter beeld geeft van de ontwikkeling van de gemiddelde onderneming.

Tabel 7 Groei na de buy-out (opsplitsing per groep)

Groei maatstaf	Van jaar i tot jaar j	Niet PE gesteunde buy-outs		PE gesteunde buy-outs		PE-geïnitieerde buy-outs		P-waarde
Verkopen		N	% verandering	N	% verandering	N	% verandering	
	-1 tot +1	65	7,12	40	4,53	31	7,78	0,80
	-1 tot +2	55	6,62	32	9,64	23	18,70	0,50
	-1 tot +3	47	21,50	27	6,84	18	26,68	0,64
Totale activa		N	% verandering	N	% verandering	N	% verandering	
	-1 tot +1	82	6,67	44	19,20	36	0,41	0,14
	-1 tot +2	67	10,96	37	22,53	28	0,38	0,15
	-1 tot +3	56	12,32	31	42,16	22	11,98	0,32

* P-waarde van Kruskal-Wallis test voor verschillen tussen de groepen.

Tabel 8: Ontwikkeling van het aantal werknemers

TOTAAL									
Werknemers	jaar i	Niet PE gesteunde buy-outs		PE gesteunde buy-outs		Institutionele buy-outs		Alle buy-outs	
		N	Totaal	N	Totaal	N	Totaal	N	Totaal
Absoluut	-1	104	8.316	52	9.669	74	11.430	230	29.415
Gemiddeld	-1	104	80	52	186	74	154	230	128
Mediaan	-1	104	35	52	61	74	45	230	42
Mediaan	0	100	38	57	79	62	40	219	44
Mediaan	1	94	38	56	79	43	59	193	46
Mediaan	2	76	37	45	96	34	53	155	50
Mediaan	3	63	43	40	89	27	54	130	54

Tabel 9 Ontwikkeling van het aantal uitgetreden werknemers^a

TOTAAL									
Uitgetreden	jaar i	Niet PE gesteunde buy-outs		PE gesteunde buy-outs		Institutionele buy-outs		Alle buy-outs	
		N	Totaal	N	Totaal	N	Totaal	N	Totaal
Absoluut	-1	103	2.042	50	1.671	73	1.373	226	5.086
T.o.v. werknemers			25%		19%		13%		19%
Absoluut	0	99	2.012	55	1.862	61	1.543	215	5.417
T.o.v. werknemers			24%		21%		16%		20%
Absoluut	1	93	1.472	55	1.512	42	1.052	190	4.036
T.o.v. werknemers			21%		16%		16%		17%
Absoluut	2	75	1.112	44	1.505	34	769	153	3.386
T.o.v. werknemers			18%		19%		26%		20%
Absoluut	3	62	1.153	39	1.149	27	401	128	2.703
T.o.v. werknemers			19%		18%		17%		18%

a incl. pensioenen, bruggpensioenen, afdankingen en andere redenen voor uittreden, exclusief outliers D&D Productions, Pizza Belgium, Pizza Hut en Lunch Garden.

Tabel 8 toont verder dat het personeelsbestand in de mediaan onderneming gestaag toeneemt van 42 personeelsleden voor de buy-out tot 54 personeelsleden drie jaar na de buy-out. De eerste populaire mythe is alvast ontkracht: het personeelsbestand krimpt niet na een buy-out. De groei in verkopen en totale activa wordt ondersteund door een gelijkaardige groei in personeelsleden. De groei is gelijkaardig in de drie groepen ondernemingen. De niet-parametrische Kruskal-Wallistest voor verschillen tussen de personeelsontwikkeling in de drie groepen ondernemingen toont aan dat de verschillen niet significant zijn.

Wel opmerkelijk (alhoewel niet significant) is het feit dat het mediaan personeelsbestand bij PE-geïnitieerde buy-outs daalt van 45 werknemers naar 40 werknemers in het jaar van de buy-out, om daarna te stijgen tot 54 werknemers drie jaar na de buy-out. Alleen in deze groep is er dus sprake van een personeelsafname. Net zoals bij de ontwikkeling van de totale activa, is dit een aanwijzing dat PE-geïnitieerde buy-outs meer efficiëntie-gericht zijn dan andere buy-outs, waarbij op korte termijn zowel de totale activa als het personeelsbestand strikt onder controle gehouden worden, consistent met de bevindingen

van Bruining en Bonnet (2003) in Nederland. Op middellange termijn beknop de initiële inkrimping de groei echter niet. Zowel niet-PE gesteunde als PE-gesteunde buy-outs vertonen daarentegen een nagevoeg continue stijging van het aantal personeelsleden, consistent met de stijging van verkopen en totale activa. Eenzelfde ontwikkeling merken we op bij het totaal aantal gewerkte uren en de totale personeelskosten (niet weergegeven in de tabel).

Om de ontwikkeling van het werknemersbestand grondiger te evalueren, gaan we na hoeveel werknemers jaarlijks gemiddeld uitgetreden zijn (zie tabel 9). Immers, het stijgend totaal personeelsbestand kan het gevolg zijn van een zeer groot aantal uittreeders, gecombineerd met een nog groter aantal aanwervingen. Onze gegevens laten helaas niet toe om een onderscheid te maken tussen vrijwillige en gedwongen uittreding. Aangezien jaarlijks meer dan de helft van het personeel uittreedt in vier ondernemingen⁴, worden deze outliers geweerd uit de analyses in tabel 9. In totaal zijn 5086 werknemers uitgetreden in het

jaar voor de buy-out (19% van het totale werknemersbestand), ten opzichte van 5417 in het jaar van de buy-out of 20% van het personeelsbestand. Er is opnieuw geen statistisch significant verschil vast te stellen in het totaal aantal uitgetreden werknemers in de het jaar voor de buy-out en het jaar van de buy-out. Het uittredingspercentage blijft schommelen tussen 17% en 20% in de daaropvolgende jaren. Deze analyse bevestigt de eerste conclusie, namelijk dat er niet significant méér personeelsleden ontslagen worden na een buy-out. Er is ook geen statistisch significant verschil tussen de verschillende groepen ondernemingen, behalve voor het feit dat er méér personeelsleden het bedrijf verlaten net voor en tijdens de buy-out operatie in niet-PE gesteunde buy-outs dan in PE-geïnitieerde buy-outs. De groep van PE-gesteunde buy-outs bevindt zich tussen beide andere groepen in. In overeenstemming met de bevindingen van Bruining en Bonnet (2003) wijst dit erop dat wanneer het management het initiatief neemt voor een buy-out, er een kleine saneringsoperatie lijkt plaats te vinden net voor de buy-out. Dit laat het management toe om met een gesaneerd perso-

Tabel 10 Ontwikkeling van de operationele rentabiliteit

	jaar	Niet PE gesteunde buy-outs		PE gesteunde buy-outs		Institutionele buy-outs		Alle buy-outs		P-waarde *
		N	mediaan	N	mediaan	N	mediaan	N	mediaan	
Bedrijfsresultaat										
(€ 1000)	-1	103	159	52	1.005	73	837	229	357	
	0	100	166	57	743	62	692	219	329	
	1	94	234	56	413	43	1.374	193	358	0,02
	2	76	432	45	350	34	876	155	444	0,02
	3	63	397	40	429	27	319	130	401	0,01
Bedrijfsresultaat/		N	mediaan	N	mediaan	N	mediaan	N	mediaan	
Totale verkopen										
(%)	-1	92	1,88	48	6,04	63	7,10	203	4,04	
	0	84	2,29	51	4,34	54	6,51	189	3,77	
	1	77	2,34	50	3,81	38	6,12	165	3,79	0,59
	2	63	4,29	39	2,89	30	4,78	132	3,80	0,24
	3	55	4,16	35	4,14	23	3,97	113	3,98	0,58
Bedrijfsresultaat/		N	mediaan	N	mediaan	N	mediaan	N	mediaan	
Totale activa										
(%)	-1	103	3,06	52	5,34	73	6,16	228	4,70	
	0	100	3,51	57	4,25	62	4,13	219	4,05	
	1	94	4,18	56	3,79	43	4,64	193	4,27	0,38
	2	76	6,18	45	2,59	34	7,81	155	5,30	0,20
	3	63	5,71	40	4,42	27	3,91	130	4,75	0,38

* P-waarde van de niet-parametrische Wilcoxon signed rank test voor significante verschillen tussen de groepen ondernemingen

neelsbestand de nieuwe toestand voort te zetten. De eerdere vaststelling dat het personeelsbestand in PE-geïnitieerde buy-outs minder groeit dan in de ondernemingen uit de andere groepen in het jaar van de buy-out, wordt niet bevestigd door de analyse van de uitgetreden werknemers. PE-geïnitieerde buy-outs houden de groei van de werknemers dus níét onder controle door meer werknemers te ontslaan, maar wel door minder te werven.

4.3. Ontwikkeling van de operationele rentabiliteit

Voorgaande analyses leren dat ondernemingen die een buy-out ondergaan, significant groeien in verkopen, totale activa en werknemers. Hierna gaan we na of dit ook leidt tot verbeteringen in de ondernemingsperformance en dus waarde creëert. Tabel 10 geeft de ontwikkeling van de operationele rentabiliteit na een buy-out. De verandering van het totaal operationeel resultaat wordt gegeven voor alle buy-outs en voor de drie verschillende groepen, evenals de ontwikkeling van de rentabiliteit van de totale activa (operationeel resultaat ten opzichte van de totale activa) en de ontwikkeling van de nettomarge (operationeel resultaat ten opzichte van verkopen). De Kruskal-Wallistest geeft weer of er verschillen zijn tussen de verschillende groepen buy-outs, terwijl de Wilcoxon-test weergeeft of er een significant verschil is tussen de post- en de pre-buy-out situatie.

Daar waar de verkopen drie jaar na de buy-out 21% hoger zijn dan voor de buy-out (tabel 6), toont het bedrijfsresultaat niet eenzelfde ontwikkeling (tabel 10). Integendeel, de mediaan van het bedrijfsresultaat daalt zelfs over die periode (statistisch significant).⁵ Het is opvallend dat de daling voornamelijk te wijten is aan de zeer negatieve ontwikkeling van het bedrijfsresultaat in de groep van PE-ondersteunde buy-outs. Het bedrijfsresultaat van de niet-PE gesteunde ondernemingen neemt dan weer significant toe: de mediaan stijgt van 193.000 euro tot 474.000 euro, met een piek van 692.000 euro twee jaar na de buy-out. Het bedrijfsresultaat van de PE-geïnitieerde buy-outs is drie jaar na de buy-out lichtjes lager dan voor de buy-out, maar opvallend is hier de verdubbeling van het bedrijfsresultaat één jaar na de buy-out. Gezien het kleine aantal investor-led buy-outs (IBO's) dienen deze resultaten met de nodige omzichtigheid geïnterpreteerd te worden.

De ontwikkeling van het bedrijfsresultaat, gecombineerd met de ontwikkeling van de verkopen, geeft aan dat de gemiddelde nettomarge ook gedaald is van 4.41% tot 4.06%. Gezien het feit dat de gestegen

verkopen geen aanleiding gegeven hebben tot een stijging van de bedrijfsresultaten, wekt deze conclusie geen verwondering. De daling is significant in het jaar van de buy-out en het jaar erna, maar niet meer significant in de latere jaren. We kunnen hieruit concluderen dat de gemiddelde buy-out geen hogere marges kan realiseren.

De analyse van de verschillen tussen de groepen buy-outs toont merkwaardige resultaten. De daling van de marge is volledig toe te schrijven aan de groepen van PE-gesteunde buy-outs en PE-geïnitieerde buy-outs. In deze ondernemingen dalen de marges van meer dan 6% voor de buy-out tot ongeveer 4% drie jaar na de buy-out. De niet-PE gesteunde buy-outs realiseren echter veel hogere marges na de buy-out dan ervoor: de marge stijgt er gestaag van 2,12% tot 4,16%. Niet-PE gesteunde buy-outs kennen dus niet alleen een significante groei in verkopen, maar deze groei geeft ook aanleiding tot hogere marges.

Wanneer de marge gecombineerd wordt met de efficiëntie van ingezette totale activa, resulteert de rentabiliteit van de totale activa als maatstaf van operationele efficiëntie. Tabel 9 toont aan dat de efficiëntie niet significant verandert na de buy-out. Elke euro geïnvesteerd in een onderneming uit de steekproef leverde een operationele rentabiliteit van 4,80% op, terwijl dit drie jaar na de buy-out 4,88% geworden is. De ontwikkeling van de rentabiliteit in de drie groepen is gelijkwaardig aan deze van de marge, maar minder uitgesproken. De rentabiliteit stijgt van 3,89% voor de buy-out tot 5,71% drie jaar na de buy-out in de niet-PE gesteunde ondernemingen, terwijl ze met ongeveer één procentpunt daalt in beide andere groepen.

Om na te gaan of de totale activa efficiënter worden ingezet, hebben we enkele operationele maatstaven zoals het aantal dagen klanten- en leverancierskrediet, de omloopsnelheid van de voorraden en de bedrijfskapitaalbehoefte geanalyseerd.⁶ We hebben geen enkel significante verandering van deze maatstaven kunnen vaststellen na de buy-out. Ook is er geen significant verschil tussen de drie groepen ondernemingen.

5 Conclusies

Het doel van deze bijdrage was om na te gaan hoe ondernemingen zich ontwikkelen na een buy-out. We hebben een onderscheid gemaakt tussen ondernemingen waarbij de transactie gefinancierd is zonder of met private equity, en in het laatste geval naarge-

lang een institutionele investeerder de buy-out geïnitieerd heeft of niet. Er worden dus drie typen buy-outs onderscheiden in deze studie, met name niet-PE gesteunde buy-outs (40%), PE-gesteunde buy-outs geïnitieerd door het management (22%) en ondernemingen met PE-geïnitieerde buy-outs (32%). De resterende 6% van de sample kon niet verder worden ingedeeld door onder andere het gebrek aan gegevens. Daartoe hebben we meer dan 200 Belgische ondernemingen geanalyseerd die een buy-out doorgevoerd hebben na 1996. De groei van verkopen, totale activa, werknemers en bedrijfsresultaat, samen met marge en operationele rentabiliteit werden dynamisch bestudeerd van het jaar voor de buy-out tot drie jaar na de buy-out.

Consistent met onderzoeken in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en de eerste hypothese, groeien de Belgische ondernemingen sterk na de buy-out, en dit op alle parameters behalve bedrijfsresultaat. De verkopen groeien het meest in niet-PE gesteunde ondernemingen en in PE-geïnitieerde buy-outs, terwijl de totale activa het meest groeien in PE-gesteunde ondernemingen. De relatie tussen het aantrekken van een PE-investeerder en de evolutie van de onderneming na de buy-out is tegengesteld aan de initiële verwachtingen: niet-PE gesteunde ondernemingen groeien meer dan PE-gesteunde ondernemingen en even sterk als PE-geïnitieerde buy-outs. Aangezien we geen andere studie kennen die PE-gesteunde buy-outs vergelijkt met niet-PE gesteunde buy-outs, weten we niet of deze bevinding toe te schrijven is aan het feit dat PE-investeerders in het algemeen hun rol van stimulator niet ten volle spelen, dan wel of dit een typisch Belgisch fenomeen is. Goergen et al. (2006) vonden ook geen impact van PE op de performantie na een beursintroductie in Frankrijk. Mogelijk is de impact van Continentaal-Europese PE investeerders kleiner dan van Amerikaanse PE investeerders. De derde hypothese dient dus verworpen te worden. Meer onderzoek is nodig om de precieze bronnen van waardecreatie na een buy-out te begrijpen, zeker in situaties waar geen PE-investeerder aanwezig is.

In tegenstelling tot de populaire verwachtingen, groeit het werknemersaantal sterk na een buy-out en dit in de drie bestudeerde groepen ondernemingen. Buy-outs zijn dus wel degelijk positief voor de vernieuwing van een onderneming en geven een nieuwe impuls. Opmerkelijk is wel de vaststelling dat het aantal werknemers significant daalt in het jaar van de buy-out bij de PE-geïnitieerde buy-outs.

Dit wijst erop dat het impliciet contract dat de onderneming heeft met haar werknemers verbroken wordt indien een institutionele investeerder intreedt (Shleifer en Summers, 1988). Dit is niet het geval indien het management het initiatief neemt tot de buy-out, met of zonder PE-investeerder. In dat geval blijft het impliciet contract bestaan en volgt er geen grote reorganisatie met personeelsafvloeiing tot gevolg.

De groei van de onderneming vertaalt zich gemiddeld echter niet in een gestegen operationele rentabiliteit, bijgevolg verwerpen we ook de tweede hypothese. Het verschil tussen de drie groepen is echter opmerkelijk. Het operationeel resultaat, de nettomarge en de operationele rentabiliteit op de totale activa stijgen zeer sterk voor de niet-PE gesteunde buy-outs, blijven ongeveer constant voor de PE-geïnitieerde buy-outs, maar dalen significant voor PE-gesteunde buy-outs. Dit suggereert dat de efficiëntiestijging het grootst is voor niet-PE gesteunde buy-outs, waardoor ook de vierde en laatste hypothese verworpen wordt. Opnieuw gaat dit in tegen onze verwachtingen. Verder tonen onze analyses aan dat PE-geïnitieerde buy-outs gemiddeld beter presteren dan PE-gesteunde buy-outs.

De opmerkelijke positieve prestaties van niet-PE gesteunde buy-outs werden niet voorspeld in de academische literatuur, die zich voornamelijk toespitst op buy-outs die gefinancierd worden door PE-investeerders. Onze resultaten zijn dan ook opmerkelijk; verder onderzoek naar niet-PE gesteunde buy-outs is dan ook wenselijk. We hebben aangetoond dat ze een niet te verwaarlozen bron van waardecreatie vormen en economisch dus belangrijk zijn. Een beter begrip van de stuwcrachten van deze groei en waardecreatie is dus noodzakelijk. Verder is het opmerkelijk dat Belgische PE-gesteunde buy-outs hun groei niet kunnen omzetten in rentabiliteit. Ook dit resultaat roept vragen op naar het functioneren van PE-investeerders in Continentaal-Europa. ■

Referenties

- Andrade, G. en S.N. Kaplan (1988), How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed, *The Journal of Finance*, vol. 53, no. 3, pp.1443-1493.
- Beuselinck, C. en S. Manigart (2007), Financial reporting quality in private equity backed companies: The impact of ownership concentration, *Small Business Economics* (in druk).
- Bruining, J., en M.P.B. Bonnet (2003), Financiële leverage en bedrijfsbeleid. Ervaringen na een management buy-out, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 77, no. 10, oktober, pp. 461-469

Chemmanur, T.J. en E. Loutskina (2006), The role of venture capital backing in initial public offerings: certification, screening, or market power? *Working Paper*, SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=604882>

Deville, P. (2002), An overview of private equity and venture capital in Europe, The European Private Equity & Venture Capital Association.

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), diverse jaargangen, Annual survey of pan-european private equity & venture capital activity, EVCA Yearbook.

Goergen, M., A. Khurshed en L. Renneboog, Why are the French so different from the Germans? Underpricing in IPOs on the Euro New Markets, Discussion paper CentER, Tilburg University; SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=899071a>

Jensen, M. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.

Jensen, M. (1989), The eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, vol. 5, pp. 61-74.

Kaplan, S.N. (1989), The effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, vol. 24, no. 2, pp. 217-254.

Lichtenberg, F. en D. Siegel (1989), The effect of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour, *Journal of Economics*, vol. 27, pp. 165-194.

Mueller, D.C. (1995), Mergers and market share, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, no. 2, pp. 259-267.

Munari, F., R.C. Cressy, en A. Malipiero (2006), *The heterogeneity of private equity firms and its impact on post-buyout performance: evidence from the UK*, Cass Business School Research Paper.

Muscarella, C.J. en M.R. Vetsuypens (1990), Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs, *The Journal of Corporate Finance*, vol. 45, no. 5, pp. 1389-1413.

Ravenscraft, D. en F. Scherer (1987), Life after takeovers, *Journal of Industrial Economics*, vol. 36, no. 2, pp. 147-156.

Sapienza, H., S. Manigart, en W. Vermeir (1996), Venture capitalist governance and value-added in four countries, *Journal of Business Venturing*, vol. 11, no. 6, pp. 439-470.

Shleifer, A. en S. Summers (1988), Breach of trust in hostile takeovers, in A. Auerback (ed.), *Corporate takeovers: causes and consequences*, University of Chicago Press, Chicago.

Smith, C.J. (1990), Corporate ownership structure and performance: the case of management buyouts, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no. 1, pp. 143-164.

Wright, M., N. Wilson, en K. Robbie (1997), The longer term performance of management buy-outs, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, pp. 555-569.

Wright, M., L. Renneboog, T. Simons, en L. Scholes (2006), Leveraged buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and prospect, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18, no. 3, pp. 38-55.

Zahra, S.A. (1995), Corporate entrepreneurship and financial planning: the case of management leveraged buyouts, *Journal of Business Venturing*, vol. 10, pp. 225-247.

private equity als 'aandelenkapitaal dat wordt toegekend aan niet-beursgenoteerde ondernemingen. Het kan worden gebruikt voor de ontwikkeling van nieuwe producten en technologieën, het uitbreiden van werkkapitaal, het realiseren van overnames of het versterken van de betalingsbalans van de onderneming. Het kan bovendien ook gebruikt worden om het agencyprobleem op te lossen' (Deville, 2002, pag. 6)

- 2 Het recordbedrag in 2003 is voor een groot deel te wijten aan één transactie, namelijk de public-to-private transactie van Ontex door Candover, met een transactiewaarde van 820 miljoen euro.
- 3 Deze databank bevat gegevens van fusies en overnames, beursintroducties en venture capital deals van nagenoeg alle pan-Europese transacties vanaf 1997.
- 4 Het betreft drie ondernemingen uit de restaurantsector (Pizza Belgium, Pizza Hut en Lunch Garden) en één uit de entertainment sector (D&D Productions). Deze sectoren kennen traditioneel een zeer groot personeelsverloop.
- 5 Merk op dat het gemiddeld bedrijfsresultaat lichtjes stijgt over die periode, wat erop wijst dat vooral de grotere buy-outs licht groeien en de kleinere buy-outs licht achteruit gaan.
- 6 Wegens plaatsgebrek worden deze analyses niet weergegeven in de tekst. Ze kunnen bekomen worden op eenvoudig verzoek.

Noten

- 1 The European Private Equity & Venture Capital Association definieert