

Financiële leverage en ondernemingsbeleid na management buy-out

Deel 2: een empirische verkenning

Dr. J. Bruining en Drs. L.G.M. Braam

1 Inleiding

In dit artikel gaan wij aan de hand van een onderzoek na of een toename van de financiële leverage bij Nederlandse management buy-out's (MBO's) aanleiding geeft tot specifieke en/of extra bedrijfsmaatregelen op het terrein van het ondernemingsbeleid. Ondernemingsbeleid zien wij als een complex samenhangende bedrijfsmaatregelen gericht op de korte- en lange-termijncontinuïteit van een onderneming. In het vorige artikel¹ hebben wij een overzicht gepresenteerd van empirisch onderzoek naar de gevolgen van financiële leverage voor het ondernemingsbeleid na een management buy-out (MBO). Uit dit literatuuroverzicht leiden wij de volgende uitspraken af voor ons onderzoek. Vergroting van de financiële leverage bij MBO's leidt tot additionele prikkels (soms restricties) die aanzetten tot:

- een kritischer opstelling bij de nieuwe eigenaren ten aanzien van de resultaten van de onderneming en een verscherpte aandacht voor de korte termijn cash flow;
- optimalisatie van de cash flow op operatiebasis door reorganisatie respectievelijk verbetering van de efficiëntie en de productiviteit, verlaging werkkapitaal en het treffen van maatregelen om bedrijfsrisico te reduceren;
- verruiming van liquiditeiten respectievelijk cash flow door hergroepering en afstoting van activa c.q. activiteiten;
- beperking van investeringsmogelijkheden en strategische alternatieven gericht op groei;
- en een actiever toezicht op en participatie in het ondernemingsbeleid door externe aandeelhouders.²

In navolging van Amerikaanse en Engelse onderzoeken wordt de factor financiële leverage

vrij gemakkelijk in onze beeldvorming mede aangemerkt als een verklaring voor verbeterde economische prestaties na een MBO. Onderzoekresultaten c.q. bevindingen omtrent de invloed van de factor financiële leverage op het ondernemingsbeleid van Nederlandse MBO's zijn echter, voorzover ons bekend is, niet beschikbaar. Centraal staat in dit artikel de vraag of er sprake is van een bepaalde samenhang tussen het gevoerde ondernemingsbeleid na management buy-out teneinde de resultaten van de onderneming te verbeteren en de hogere financiële leverage als gevolg van de MBO-transactie. Anders gezegd: het gaat erom of door verhoging van de financiële leverage na buy-out het gebruik van bepaalde bedrijfsmaatregelen *extra* wordt aangemoedigd. Daarmee trachten wij inzicht te krijgen in de relevantie van financiële leverage als interventiegerichte verklaring voor de economische prestatieontwikkeling in de praktijk bij Nederlandse MBO's.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 zetten wij uiteen welke vragen in het onderzoek zijn gesteld. Hierdoor wordt inzicht

Dr. J. Bruining studeerde bedrijfseconomie aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. Hij promoveerde in 1992 aan de Erasmus Universiteit Rotterdam op het onderwerp 'Prestatieverbetering na Management Buy-Out'. Hij is universitair hoofddocent bij de vakgroep Interne Organisatie (Economische Faculteit) en de Werkgroep Bedrijfskundige Economie en doceert interne organisatie en ondernemingsbeleid.

Drs. L.G.M. Braam studeerde bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam (afstudeerrichting Bedrijfskundige Economie). Hij deed zijn doctoraalexamen in 1995 en is momenteel werkzaam bij de afdeling begrotingszaken van het Ministerie van Financiën.

verkregen in de door ons bestudeerde factoren waaraan in de empirische literatuur invloed op het ondernemingsbeleid wordt toegekend. Daarna beschrijven wij in paragraaf 3 de wijze waarop wij de gegevens hebben verzameld aan de hand van een steekproef onder Nederlandse MBO's. Tevens geven wij aan hoe wij met behulp van een associatietest de gegevens analyseren. In paragraaf 4 bespreken wij de resultaten en noemen enige beperkingen die voor dit onderzoek gelden. Ter afsluiting volgen in paragraaf 5 de voornaamste conclusies.

2 Invloedsfactoren op het ondernemingsbeleid

Als eerste zijn vragen³ gesteld omtrent de verscherpte aandacht voor de korte termijn cash flow van de uitgekochte onderneming. De *dienst aan de schulden* door het uitkopend management lijkt van cruciaal belang voor het succes van de MBO. De noodzaak om een cash flow te behalen die hoog genoeg is om aan de verplichtingen te voldoen, zo luidt de redenering, vindt zijn weerslag in de houding en handelwijzen van het management. Daarom zijn vragen gesteld of uit de houding van de uitkopende managers van 'leveraged buy-outs' in vergelijking tot die van 'non-leveraged buy-outs' kan worden afgeleid of zij hogere eisen stellen aan de resultaten, scherper toezien op de ontwikkeling van de cash flow en alerter zijn op mogelijkheden tot besparing en/of op groeimogelijkheden.

Uit de empirische literatuur blijkt verder dat het management na een MBO gedwongen is om al zijn aandacht op verbetering van de bestaande activiteiten te richten. Financiële leverage wekt additionele prikkels op om de *efficiëntie* van de bedrijfsvoering te verbeteren. Daarom zijn wij nagegaan of het uitkopend management van de leveraged MBO's in vergelijking tot de controlegroep non-leveraged MBO's meer belang hechten aan maatregelen gericht op kostenbeheersing c.q. efficiëntieverbetering, op verhoging van de productiviteit en verlaging van het werkkapitaal. Achtereenvolgens zijn vragen gesteld over de voor de verbetering van de cash flow relevant geachte maatregelen als strikte beheersing van de kosten, verbetering van de efficiëntie door investeringen en verhoging van de arbeidsproductiviteit en bezettingsgraad. Specifiek is ingegaan op inkoop

van grondstoffen tegen lagere prijzen, verlaging van lonen, terugdringen van overheadkosten en flexibilisering van de arbeid. Voor de reductie van in werkkapitaal vastgelegd vermogen is gekeken of leveraged MBO's meer nadruk leggen dan hun 'non-leveraged' collega-ondernemers op het verlagen van de voorraad grondstoffen en de voorraad eindproducten. Ook is onderzocht of zij meer dan de controlegroep de voorkeur geven aan het versnellen van de doorlooptijd van het productieproces, het later betalen van crediteuren, het versneld innen van debiteuren of daarvoor meer gebruikmaken van de diensten van een factoring maatschappij.

Ook *herstructurering* wordt nadrukkelijk in verband gebracht met de noodzaak om rente- en aflossingsverplichtingen na te komen. De financiële leverage zet het management ertoe aan om tot verruiming van de cash flow te komen door activa te desinvesteren en activiteiten te reorganiseren. Of leveraged MBO's hierop meer nadruk leggen dan hun 'non-leveraged' collega-ondernemers is hier de vraag. In de enquête zijn vragen opgenomen over maatregelen met een desinvesterings- c.q. reorganisatiekarakter. Zo is gevraagd naar het sluiten van vestigingen, het ontslag van werknemers, het verleggen van de geografische focus, het afstoten van bepaalde producten, activiteiten en diensten, het rationaliseren van de productiecapaciteit en het uitbesteden van ondersteunende activiteiten.

Vervolgens komt uit de literatuur naar voren dat de financiële leverage de *investeringsmogelijkheden* zou beperken en ook weinig ruimte laat voor de keuze van strategische alternatieven gericht op groei. Nagegaan is of de groep 'leveraged MBO's' in tegenstelling tot groep 'non-leveraged' méér waarde hecht aan de resultaten op de korte termijn dan op de lange termijn. In dat verband is nagegaan of de categorie 'leveraged MBO's' in tegenstelling tot de 'non-leveraged MBO's' vaker de uitgaven voor marketing, respectievelijk research en ontwikkeling verlagen, een lagere investeringsquote hebben dan de branche respectievelijk vaker investeren in vervanging c.q. modernisering dan in uitbreiding en/of acquisities. De verbetering van de economische prestaties kan mede een gevolg zijn van een groeibeleid. Daarom is nagegaan of de 'leveraged-MBO's' in vergelijking tot de 'non-leveraged

MBO's' op dit gebied eenzelfde patroon aan maatregelen implementeren. Achtereenvolgens is gekeken naar hun inspanningen op het gebied van de verkoop, de positionering in de diverse prijs-, service- en kwaliteitssegmenten, het aanboren van nieuwe gebruikers, de uitbreiding van het assortiment met nieuwe producten/diensten. Ten slotte zijn beide groepen ondernemingen vergeleken voor wat betreft hun internationale expansie en hun overnemingen van concurrenten met producten die een hogere toegevoegde waarde bezitten dan het eigen assortiment.

Veel aandacht in de empirische literatuur krijgt het *toezicht* op en *participatie* in het ondernemingsbeleid door externe aandeelhouders en vreemd-vermogensverschaffers. Na de MBO zou dit toezicht waarneembaar groter zijn dan voor de buy-out en als één van de oorzaken gelden voor de verbeterde economische prestaties nadien. In de enquête hebben wij getracht enigerlei vorm van invloed op het ondernemingsbeleid door externe aandeelhouders te traceren door vragen te stellen over hoeveel en hoe vaak welke gegevens over de financiële resultaten moeten worden aangeleverd. Verder achten wij het van belang om te weten of de mate waarin externe aandeelhouders participeren in de ontwikkeling van beleid wezenlijk is veranderd na de MBO en of men tevens meer invloed uitoefent op de keuze van beleid en op de implementatie ervan.

3 Data en methodologie

De schriftelijke enquête is in 1994 uitgevoerd onder buy-out managers die in de periode 1985 t/m 1991 een MBO hebben gerealiseerd. Hetzij uit een concern, hetzij in een reeds zelfstandige onderneming (waaronder familiebedrijven). Van het totale universum MBO's bleek het voor 250 bedrijven mogelijk om adresgegevens te traceren. Alleen MBO's die aan de eis konden voldoen om gegevens te verstrekken over een aaneengesloten periode van ten minste 3 tot 5 jaar na de MBO maakten deel uit van het onderzoek. De respons komt op circa 20%.

Ter beoordeling van de representativiteit van deze steekproef hebben wij een aantal kenmerken van de 53 MBO's vergeleken met de kenmerken van een door ons bijgehouden database⁴ van de Nederlandse MBO-markt. De kenmerken beschikbaar voor toetsing van de representativiteit zijn:

- 1 oorsprong (bron) van de MBO;
 - 2 de grootte van de MBO-onderneming afgemeten aan het aantal werknemers; en
 - 3 de bedrijfssectoren waartoe de MBO's behoren.
- Wij vonden geen verschillen en achten daarom de 53 MBO's een representatieve afspiegeling van de totale populatie.

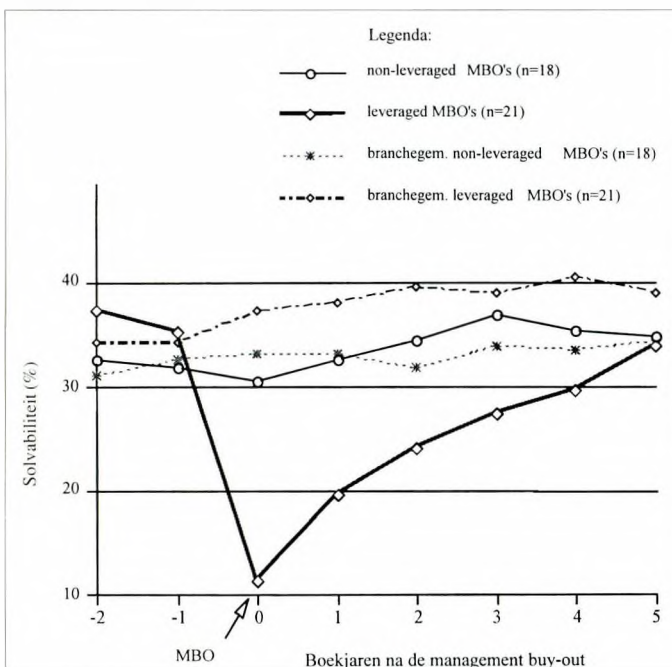
Indeling in leveraged en non-leveraged MBO's

Met behulp van een cross-sectieanalyse worden de antwoorden op de in de vorige paragraaf beschreven vragen over bedrijfsmaatregelen en veranderingen in handelwijzen van het uitkoopend management vergeleken tussen twee groepen MBO's. Hiertoe is de dataset van 53 ondernemingen ingedeeld in een groep leveraged MBO's en een groep non-leveraged MBO's. Als ratio om de vermogenstructuur te benaderen en daarmee het begrip financiële leverage te operationaliseren nemen wij in dit onderzoek als solvabiliteitsmaatstaf eigen vermogen als percentage van het totale vermogen.

De indeling in leveraged en non-leveraged MBO's is gebaseerd op het verschil tussen de solvabiliteit van de MBO in het eerste boekjaar na de uitkoop en de gemiddelde solvabiliteit van de desbetreffende branche in hetzelfde jaar. De solvabiliteit van de MBO's in relatie tot de solvabiliteit van de respectieve branches kan beschouwd worden als een objectieve maatstaf om de relatieve (relatief ten opzichte van de draagkracht van de onderneming) last van het vreemd vermogen op de onderneming tot uitdrukking te brengen. Hierbij wordt ervan uitgegaan dat de gemiddelde solvabiliteit van de branche waartoe een MBO behoort, de voor die onderneming wenselijk geachte solvabiliteit voorstelt. Steun voor deze bewering vinden wij bij de NVP (1994), die schrijft dat banken die bereid zijn om ongedekte leningen te verstrekken in de regel eisen dat de onderneming binnen twee tot vier jaar weer naar een 'normale' (branchegemiddelde) solvabiliteit kan groeien. Een grotere afwijking van deze wenselijk geachte solvabiliteit impliceert een grotere pressie van rente- en aflossingsverplichtingen op onderneming en management. Voor de indeling in leveraged en non-leveraged MBO's op basis van het verschil in de solvabiliteit tussen MBO en branche bestaat geen algemeen gangbare grenswaarde. Bij het vaststellen van deze grens-

waarde zijn de uitkomsten van door Bruining (1992, 1995) verrichte onderzoeken naar financiële ratio's van Nederlandse MBO's en branchegemiddelden als uitgangspunt gekozen. Bruining (1992) berekent dat de solvabiliteit van de door hem onderzochte 73 MBO's in het eerste boekjaar na de MBO gemiddeld 11,2% lager ligt dan de solvabiliteit van de respectieve branches. Voor dit onderzoek is besloten om MBO's waarvan de solvabiliteit minimaal 15% lager is dan die van de respectieve branches, aan te merken als leveraged MBO's. Zo zijn er twee ongeveer even grote groepen MBO's geconstrueerd. Een non-leveraged groep MBO's (n=18) waarvoor geldt dat solvabiliteit van de MBO minder dan 15% lager is dan die van de desbetreffende branche en een leveraged-groep MBO's (n=21) waarvoor geldt dat solvabiliteit van de MBO minimaal 15% lager is dan die van de desbetreffende branche. In figuur 1 staat de gemiddelde solvabiliteitsontwikkeling afgebeeld voor beide groepen MBO's ten opzichte van het gemiddelde van hun respectieve branches. Duidelijk waarneembaar is de knik in de solvabiliteitsontwikkeling in het jaar van de management buy-out, die bij de leveraged groep zoals verwacht veel sterker is dan bij de non-leveraged groep. Het verschil in het jaar van de MBO-transactie tussen de leveraged en de non-leveraged groep bedraagt 19,1% en wordt in 5 jaar tijd geëgaliseerd.

Figuur 1: De gemiddelde solvabiliteitsontwikkeling van leveraged en non-leveraged MBO's vergeleken met de gemiddelde solvabiliteit van hun branche



Met behulp van een associatietest gaan wij na of de antwoorden op de vragen uit de enquête samenhangen met het kenmerk leveraged of non-leveraged. Als nul-hypothese formuleren wij dat de geselecteerde factoren met betrekking tot handelswijzen en de na de MBO geïmplementeerde strategische, organisatorische en operationele maatregelen, onafhankelijk zijn van het kenmerk leveraged dan wel non-leveraged. Op basis van deze associatietest maken wij een schifling tussen handelswijzen en maatregelen die vaak en die minder vaak met de factor leverage (kenmerk leveraged) samenhangen. Met nadruk wijzen wij erop dat wij zelf verbanden leggen tussen de factor leverage enerzijds en de handelswijzen en maatregelen anderzijds. De samenhang die wij vinden is door ons vastgesteld en dus niet aangegeven door de desbetreffende managers zelf. Om deze samenhang te meten wordt gebruik gemaakt van de Wilcoxon-Mann-Whitney Toets (Siegel 1956, pp. 128-136). Dit is de non-parametrische tegenhanger van de bekende t-toets. De keuze van deze toets wordt ingegeven door het feit dat veel van onze waarnemingen metingen op een ordinale schaal betreffen. Met deze toets kunnen wij de gewichten die de respondenten aan bepaalde antwoorden toekennen meenemen in onze speurtocht naar samenhangen. De toets berekent voor de twee groepen die in een cross-sectie worden vergeleken de kans dat de daadwerkelijk per groep gevonden score op een variabele ook wordt waargenomen wanneer deze twee groepen tot één en dezelfde populatie behoren - dat wil zeggen niet van elkaar zouden verschillen. Deze kans wordt weergegeven met behulp van een p-waarde. Een p-waarde van .01 betekent dat bij 100 herhaalde steekproeven, slechts één steekproef de nul-hypothese bevestigt dat er geen samenhang bestaat tussen de onderzochte handelswijzen en maatregelen enerzijds en het kenmerk leveraged c.q. non-leveraged anderzijds. De p-waarde gebruiken wij om de nul-hypothese te kunnen verwerpen en dus om een samenhang aan te tonen.

4 Onderzoeksresultaten

In deze paragraaf presenteren wij de onderzoeksresultaten. Per invloedfactor uit paragraaf 2 vermelden wij de testresultaten en geven een verklaring hiervoor. Naar onze mening dient de

lezer zich te realiseren dat MBO's in het algemeen, nadat het bedrijf op eigen benen komt, een verhoogde activiteit aan de dag leggen ten aanzien van de hieronder genoemde maatregelen. Waar het echter in dit onderzoek om gaat is of door financiële leverage het hanteren van dergelijke maatregelen *extra* wordt aangemoedigd. Of leverage een katalyserende rol speelt of niet. Met andere woorden mochten wij nul-hypothesen accepteren omdat de leveraged en de non-leveraged MBO's zich niet van elkaar onderscheiden op bepaalde onderdelen van dit onderzoek, dan is het zeker niet zo dat er sprake is van een laag inspanningsniveau bij één van beide groepen ondernemingen op het desbetreffende onderdeel.

I *Het uitkopende management stelt zich direct na de buy-out kritischer op ten aanzien van de resultaten van de onderneming en besteedt meer aandacht aan de (korte termijn) cash flow.*

Op grond van de testresultaten wordt de nul-hypothese op alle vragen van dit onderdeel van het onderzoek geaccepteerd. Het uitkopende management van leveraged MBO's ziet zichzelf niet genoodzaakt hogere eisen te stellen aan het resultaat, scherper toe te zien op het resultaat, alerter te zijn op mogelijkheden tot besparing, en/of op groeimogelijkheden dan hun collega's uit de non-leveraged MBO's. Ook is er geen verschil in de snelheid in de besluitvorming. Hoewel niet significant vinden wij lichte aanwijzingen voor het tegendeel, namelijk dat de managers van non-leveraged MBO's vaker van mening zijn dat zij na de MBO hogere eisen aan het resultaat stellen ($p=.09$) en een doelmatiger beleid voeren ($p=.09$) dan de uitkopende managers van de leveraged MBO's. Een verklaring hiervoor is misschien dat de managers van leveraged MBO's reeds voor de MBO veeleisender waren en doelmatiger te werk gingen. Zij zelf en de betrokken financiers zagen hen daarom als voldoende gedisciplineerd om een zware schuldenlast te kunnen dragen. De leverage motiveert hen in dit opzicht niet extra.

II *Optimalisatie van de cash flow op operationebasis door reorganisatie respectievelijk verbetering van de efficiëntie en de productiviteit, verlaging werkkapitaal en het treffen van maatregelen om bedrijfsrisico te reduceren.*

Om het bestaan van deze invloed van leverage bij Nederlandse MBO's op te sporen, kijken wij of het management van leveraged MBO's vaker

maatregelen treft om de efficiëntie en de productiviteit te verbeteren en om het werkkapitaal te verminderen, dan wel meer belang hecht aan dergelijke maatregelen dan het management van de non-leveraged MBO's. In sommige opzichten blijken significante verschillen en moet de nul-hypothese (er is geen verschil tussen beide groepen) verworpen worden. Zo hechten leveraged MBO's meer belang aan maatregelen gericht op een *strikte beheersing van de kosten* dan non-leveraged MBO's ($p=.04$). Met name door het *terugdringen van overheadkosten* ($p=.03$). Ook hechten zij meer belang aan *maatregelen om de bezettingsgraad*, een maatstaf voor de productiviteit van de productiecapaciteit, te verhogen ($p=.06$). Leverage speelt volgens ons onderzoek geen rol in de verbetering van de cash flow door de efficiëntie via investeringen te verbeteren, de kosten te beheersen door lagere inkooprijzen van grond- en hulpstoffen of door loonsverlaging en flexibilisering van de ingezette arbeid (tijdelijke contracten, flexibele werktijden etc.). Op deze terreinen is er geen verschil tussen beide groepen.

In tegenstelling tot wat we verwachten blijken de non-leveraged MBO's meer aandacht te schenken aan maatregelen gericht op het *vermindern van het werkkapitaal*. Zij ruimen een belangrijke plaats in voor een verlaging van de voorraadkosten van *grond- en hulpstoffen* ($p=.02$), voor het versneld innen van *debiteuren* ($p=.01$) en hoewel niet significant, ook voor maatregelen om *crediteuren* later te betalen ($p=.10$) vergeleken met de leveraged MBO's.

Een mogelijke verklaring hiervoor is dat leveraged MBO's een signaal af willen geven dat vertrouwen moet wekken in de financiële positie van de onderneming. Het tijdig en dus niet later betalen van crediteuren en een ongewijzigde in plaats van een kortere krediettermijn voor debiteuren kan hiertoe dienstig zijn.

III *Verruiming van liquiditeiten respectievelijk cash flow door hergroepering en afstoting van activa c.q. activiteiten.*

Om het bestaan van de door leverage geïnduceerde hergroepering en afstoting van activiteiten en activa bij Nederlandse MBO's te onderzoeken, is nagegaan of de leveraged MBO's vaker maatregelen op dit terrein treffen dan de non-leveraged MBO's. Uit onze test komt naar voren dat de leveraged MBO's inderdaad frequenter maatreg-

len treffen die wij associëren met een hergroepering en afstoting dan de non-leveraged MBO's. Zo *stoten* zij vaker ondersteunende taken ($p=.001$) *af* en *besteden* vaker activiteiten *uit* op basis van een 'make or buy' beslissing ($p=.03$). Hierdoor neemt het beslag op het vermogen af, waardoor deze ruimte aangewend kan worden voor de aflossing van de schulden. Hoewel niet significant halen zij ook vaker bepaalde producten of diensten ($p=.09$) uit hun assortiment.

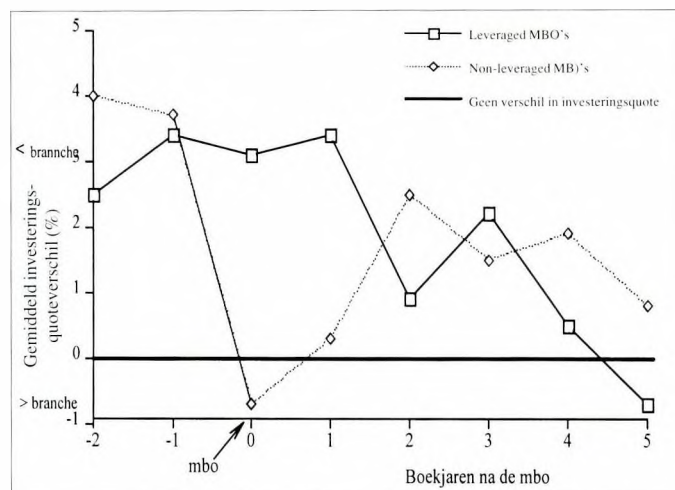
Voor andere maatregelen op dit gebied, zoals het sluiten van vestigingen, ontslag van personeel en rationalisering van de productiecapaciteit vinden wij geen verschil tussen beide groepen MBO's.

IV Beperking van investeringsmogelijkheden en strategische alternatieven gericht op groei.

Voor de in de literatuur beargumenteerde en aangetoonde verlaging van investeringen door leverage, vinden wij voor de Nederlandse leveraged MBO's een niet significante maar wel interessante aanwijzing dat zij vaker de uitgaven voor marketing en voor research & development verlagen ($p=.08$) dan hun collega's uit de non-leveraged MBO's. Of dit ook voor de uitbreidings- en vervangingsinvesteringen geldt, zijn we nagegaan door de gemiddelde investeringsquoten van de MBO's met die van de respectieve branches te vergelijken. Uit figuur 2 blijkt dat de gemiddelde investeringsquoten⁶ van beide groepen weliswaar achterblijven bij de gemiddelde investeringsquoten van de branches, maar dat de MBO's niet afzien van investeringen. Twee jaar na de uitkoop lopen de leveraged MBO's de achterstand ten opzichte van de branche vrijwel in, terwijl de non-leveraged hun achterstand in het jaar van de buy-out goed maken en zelfs meer investeren dan het branchegemiddelde. Hieruit leiden we af dat verhoging van de financiële leverage de investeringsmogelijkheden op korte termijn voor de leveraged MBO's beperkt. Ons inziens dienen de financiële verplichtingen eerst nagekomen te worden die voortvloeien uit het ondernemingsplan ten behoeve van de verzelfstandiging. Indien blijkt dat het ondernemingsbeleid haar vruchten afwerpt, komt er meer ruimte voor investeringen. Twee jaar na de MBO zijn de verschillen tussen de verschillende groepen MBO's praktisch verdwenen.

Voor beide groepen MBO's ontwikkelen de investeringen, uitgedrukt in een percentage van de

Figuur 2: gemiddelde verschillen tussen de investeringsquoten van MBO's en de branches



omzet in de tijd, zich in significant opwaartse zin. De in onderstaande Tabel 1 vermelde berekeningen zijn alle significant op het $p=.05$ niveau (gegevens met betrekking tot tijdstip t , het jaar van de MBO, zijn wegens onvolledigheid uit het overzicht gelaten). Uit de toename van de gemiddelde investeringen leiden wij af dat het niet aannemelijk is dat de factor leverage een langdurig beperkende invloed heeft op de investeringsniveaus.

Tabel 1:

	t-2	t-1	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
gemiddelde	3.32	2.83	3.71	4.75	4.91	4.29	5.03
mediaan	2.50	1.70	2.23	2.33	2.98	2.50	2.25

Vervolgens is onderzocht of de financiële leverage van betekenis is voor de speelruimte van het management bij de keuze van strategische alternatieven gericht op groei. Aanwijzingen dat leveraged MBO's zich min of meer gedwongen moeten beperken tot strategieën gericht op een reorganisatie en/of optimalisatie van de bestaande ondernemingsactiviteiten, omdat zij geen goede uitgangspositie hebben voor strategieën als productdifferentiatie, productontwikkeling en/of marktontwikkeling (Green en Berry 1991), kunnen wij niet vinden bij Nederlandse leveraged MBO's. De leveraged MBO's realiseren even vaak een 'upgrading' en expansie van de bestaande activiteiten als de non-leveraged MBO's. Voor de prestatieverbetering na de MBO achten de leveraged MBO's de bijdrage van op groei gericht beleid dan ook zeker zo belangrijk als de non-leveraged MBO's.

De bedenkingen van Rappaport (1990) dat de leveraged MBO een zware schuldenlast moet torsen en daardoor niet in staat is om adequaat in te spelen op veranderingen in marktomstandigheden, wordt door ons onderzoek niet bevestigd. Wanneer leveraged MBO's niet in staat zijn om de doelstellingen die ten tijde van de uitkoop zijn geformuleerd te realiseren, valt dit niet vaker terug te voeren op problemen met de financiering van hun strategieën dan bij de non-leveraged MBO's die hiertoe niet in staat zijn ($p=.50$).

V Een actiever toezicht op en participatie in het ondernemingsbeleid door externe aandeelhouders.

De nul-hypothese op dit punt luidt dat toegenomen financiële leverage van Nederlandse MBO's niet kan worden geassocieerd met een actiever toezicht op het beleid door externe aandeelhouders. Uit de testresultaten blijken geen verschillen met betrekking tot de vragen of externe aandeelhouders bij de leveraged MBO's vergeleken met de non-leveraged MBO's:

- vaker informeren naar financiële resultaten;
- uitgebreider informeren naar de bedrijfsvoering;
- intensiever participeren in het genereren van beleidsvoorstellen;
- een grotere mate van invloed uitoefenen op de keuze van beleid;
- en meer betrokken zijn bij de uitvoering van het beleid en
- het behaalde resultaat kritischer beoordelen.

Uit het onderzoek komen derhalve geen aanwijzingen dat leverage de externe financiers prikkelt om actiever toe te zien op het ondernemingsbeleid en om hierin te participeren.

Wel hechten de externe aandeelhouders bij leveraged MBO's in vergelijking tot de aandeelhouders voor de transactie significant meer belang aan de bedrijfsresultaten op lange dan op korte termijn ($p=.001$). Hierin verschillen zij met de non-leveraged MBO's. De nieuwe aandeelhouders zijn kennelijk niet uit op een snelle desinvestering maar blijven ten minste zo'n drie tot vijf jaar betrokken bij de leveraged MBO's.

Tot slot van deze paragraaf besteden wij aandacht aan enige beperkingen van ons onderzoek.

Beperkingen van het onderzoek

Het onderzoek bevat geen informatie van mislukte of moeizaam opererende MBO's. Er zijn voornamelijk resultaten verwerkt van de succesvolle ondernemingen. De topmanagers van de MBO-bedrijven hebben de buy-out aan den lijve ervaren en zijn gewend met economische en sociale verandering om te gaan. Naast deze primaire informatiebron zijn geen andere personen in dit onderzoek betrokken. De werkwijze en opstelling van de bij de buy-out betrokken participatiemaatschappij zou in een vervolgonderzoek meegenomen kunnen worden om de meningen van buy-out managers te controleren.

Voor controle op de selectie van de leveraged MBO's zou in een vervolgonderzoek gedacht kunnen worden aan MBO's die gebruikmaken van zogenaamde 'mezzanine' financiering, dat wil zeggen achtergestelde leningen op basis van cash flow-verwachtingen (cash flow-krediet).

In het onderhavige onderzoek zou deze groep MBO's ondervertegenwoordigd kunnen zijn (circa 25%) vergeleken met hun huidige populatie. MBO's waarvan de manager/eigenaar alle stemgerechtigde aandelen bezit, maken ongeveer 50% deel uit van de steekproef.

5 Conclusies

Het ondernemingsbeleid na de MBO ondergaat door verhoging van de financiële leverage extra stimulansen om de cash flow te verbeteren door middel van een verhoging van de efficiëntie op korte termijn en het heralloceren van kapitaal en arbeid door desinvesteringen en reorganisaties. Dat de investeringen na de buy-out daarbij voor de korte termijn pas op de plaats maken vormt geen belemmering om door te groeien. Hoewel de managers/eigenaren van zichzelf zeggen dat zij na de MBO niet kritischer zijn geworden ten opzichte van de bedrijfsresultaten, blijkt volgens dit onderzoek het tegendeel uit hun daden. Hieronder geven wij onze conclusies ten aanzien van de onderzochte relaties tussen financiële leverage en ondernemingsbeleid na MBO.

- Geen attitudeverandering

Het uitkopend management van leveraged MBO's toont na de MBO geen verandering in

houding ten opzichte van de te stellen eisen aan de cash flow. Onverminderd scherp blijft de alertheid op mogelijkheden tot besparing, en/of op groeimogelijkheden. Vergeleken met hun collega's uit de non-leveraged MBO's zijn er op dit punt geen verschillen. Een verklaring voor hun grote mate van veeleisendheid is naar onze mening de persoonlijke financiële participatie in het eigen vermogen van de onderneming. De buy-out managers zijn vanwege hun persoonlijk hogere financiële risico's al voldoende gemotiveerd. De factor leverage is in hun ogen kennelijk niet nodig om dergelijke gedragsveranderingen in het optreden van het uitkopen management verder te stimuleren.

- Leverage stimuleert extra efficiëntie-maatregelen

Beschouwen wij het feitelijke gedrag van de buy-out managers dan zijn er volgens ons onderzoek duidelijke aanwijzingen van additionele invloed van leverage op het ondernemingsbeleid. Leveraged MBO's verrichten vaker dan de non-leveraged MBO's inspanningen om de efficiëntie te verbeteren door strikte beheersing van de kosten (overhead) en verbetering van de bezettingsgraad. De noodzaak de efficiëntie te verhogen is vanwege de toegenomen rente- en aflossingsverplichtingen duidelijk aanwezig. De in de empirische literatuur vastgestelde additionele prikkels worden door ons onderzoek bevestigd. In dezelfde lijn ligt de volgende conclusie.

- Leverage stimuleert extra reorganisatie en afstoting

Onderzoeksresultaten tonen aan dat leveraged MBO's significant vaker ondersteunende werkzaamheden uitbesteden en zich vaker de 'make or buy' vraag stellen, vergeleken met hun collega's uit de non-leveraged MBO's. Ook hebben wij aanwijzingen dat zij vaker onrendabele producten en diensten afstoten. De reorganisatie en herstructureringsmaatregelen lijken ons een logisch gevolg voor de leveraged MBO's omdat zij te maken krijgen met een forse verslechtering van de vermogensverhoudingen. De noodzaak om op korte termijn de vermogensverhoudingen te verbeteren is bij deze ondernemingen evident. Figuur 2 toont dit naar onze mening aan.

- Leverage beperkt investeringen op korte termijn maar is geen belemmering voor groei
Financiële leverage beperkt de investerings-

mogelijkheden op de korte termijn (<1 jaar). Dit komt overeen met het in literatuur gesuggereerde uitstel van investeringen in uitbreiding en/of overnames als gevolg van hoge rente- en aflossingsverplichtingen. Wij constateren dit alleen in het eerste jaar na de MBO, daarna is het in ons onderzoek niet waarneembaar.

De door Muscarella en Vetsuypens (1990) verdedigde opvatting dat de verbetering van economische prestaties na een leveraged MBO voornamelijk wordt gedragen door efficiëntieverbeteringen en in beduidend mindere mate door strategieën gericht op groei achten wij op grond van ons onderzoek niet van toepassing voor de Nederlandse leveraged MBO's. Dat de leveraged MBO's de strategische veranderingen die daartoe noodzakelijk zijn, niet zouden kunnen realiseren door een tekort aan financiële middelen om een effectieve implementatie te financieren, wordt door ons onderzoek niet bevestigd.

- Geen actiever toezicht

Geen actiever toezicht op en participatie in het ondernemingsbeleid door externe aandeelhouders, kan misschien worden uitgelegd als een bewijs voor de verlaging van agency-kosten door leverage. De argumentatie is als volgt. Doordat het management van een leveraged en van een non-leveraged MBO al door hun aandelenparticipatie en hogere schuldenlast als het ware met handen en voeten gebonden is aan de succesvolle realisatie van de opgestelde cash flow-prognose, zou er bij de externe aandeelhouders geen extra behoefte bestaan om de resultaten kritischer te beoordelen dan nu impliciet reeds het geval is. Daarnaast wordt het uitkopen management in zijn bewegingsvrijheid door de toegenomen leverage beperkt, waardoor extra toezicht overbodig wordt. Wij zien hierin de gedachte bevestigd dat de Nederlandse MBO een initiatief betreft van het management dat streeft naar zelfstandigheid, en (nog) niet een initiatief van financiële specialisten, die als agressieve marktwerker opereren. De voorkeur die zij toekennen aan de lange-termijn-bedrijfsresultaten boven die van de korte termijn (< 1 jaar) duidt op een langdurig aandeelhouder-schap van de participatiemaatschappij.

LITERATUUR

- Braam, L.G.M., (1995), *Leverage en Ondernemingsbeleid*, Doctoraalscriptie Werkgroep Bedrijfskundige Economie, Economische Faculteit, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Bruining, J., (1992), *Prestatieverbetering na Management Buy-Out*, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Bruining, J., and A.C.C. Herst, (1995), *Restructuring and Revitalising MBO firms using a Risk-Return Perspective*, A study of Dutch divisional Management Buy-Outs, R 9515/0, Rotterdam Institute for Business Economic Studies, August.
- Green, S. en D.F. Berry, (1991), *Cultural, Structural and Strategic Change in Management Buy-outs*, Macmillan.
- Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, (1994), *De rol van leverage bij management buy-outs, NVP-bericht*.
- Rappaport, A., (1986), *Creating Shareholder Value*, The Free Press, New York.

- Rappaport, A., (1990), The Staying Power of the Public Corporation, *Harvard Business Review*, Jan/Feb.
- Siegel, S., (1956), *Nonparametric Statistics for the behavioral sciences*, McGraw-Hill, Kogakuska.

NOTEN

- 1 Zie: 'Financiële Leverage en Ondernemingsbeleid na Management Buy-Out' Deel I: Een literatuuroverzicht, MAB, maart 1997.
- 2 Het onderzoek spitst zich toe op de externe aandeelhouders in plaats van de externe vermogensverschaffers.
- 3 Op aanvraag is de enquête bij de auteurs verkrijgbaar.
- 4 Bron: MBO-Research Unit, EF-EUR 1995.
- 5 Van de 53 ondernemingen zijn voor 39 MBO's over de hele onderzoeksperiode solvabiliteitsgegevens beschikbaar.
- 6 Hier gedefinieerd als investeringen uitgedrukt in een percentage van de omzet.