

2.15 — Bijzondere overdrachtsvormen: Management Buy Out en Management Buy In

Ab van Urk

1 Inleiding

Naast bedrijfsopvolging (door een familielid) en de overname door een andere organisatie zijn er nog andere varianten van bedrijfsoverdracht mogelijk. In dit hoofdstuk komen de Management Buy Out (MBO) en de Management Buy In (MBI) aan de orde. Wat zijn het en welke verkopers en kopers kunnen daarbij een rol spelen? In het bijzonder wordt ingegaan op de MBO, omdat deze vorm in de praktijk het meeste voorkomt. Welke fasen kent het MBO-proces en wat kun je doen in elke fase om de slagingskans van de MBO te vergroten? Het resultaat van een geslaagde MBO is de moeite waard: de succesvolle voortzetting van een kansrijk familiebedrijf door talentvolle managers/ondernemers (in spé).

2 Wat is een MBO, wat is een MBI?

Een MBO is een overname van een bedrijf (de aandelen of de activa en/of passiva) door een werknemer of door meerdere werknemers, die een sleutelpositie (managementpositie) binnen het bedrijf bekleedt/ bekleden. Dit MBO-team hoeft niet per definitie de meerderheid van de aandelen te verwerven, maar dient wel minimaal een aandelenbelang te verwerven waaraan een substantiële zeggenschapspositie is gekoppeld.

Er is sprake van een Management Buy In (MBI) als een bedrijf wordt verkocht aan een of meerdere personen van buiten de onderneming, die tevens het management gaan voeren. Een MBI lijkt veel op een reguliere overname, maar kent bijvoorbeeld geen synergievoordelen. Daarnaast heeft de MBI-er nog niet bewezen dat hij ook in staat is het management succesvol voort te zetten. Vanuit de ondernemer en de financiers geredeneerd is een MBI een risicovollere overdrachtvorm. Daarom ligt de nadruk hier op de MBO.

3 Wie zijn de partijen?

Verkoper

De verkopende partij kan een onderneming zijn die een bepaalde dochtermaatschappij niet langer tot haar kernactiviteiten vindt behoren, of die de verkoopopbrengst nodig heeft in het kader van een financiële herstructurering. Dit betekent in het algemeen dat één of meer leden van de hoofddirectie of Raad van Bestuur de verkopende partij vertegenwoordigen.

De verkopende partij kan ook een directeur-grotoaandeelhouder (DGA) zijn van een familiebedrijf, die om verschillende redenen zijn bedrijf wil verkopen. Het ontbreken van een geschikte opvolgingskandidaat binnen zijn familie is vaak de belangrijkste reden. De DGA kan daarbij nog een actieve rol in het bedrijf spelen of de DGA heeft zijn managementtaken al overgedragen aan het management en speelt dus een passieve rol als commissaris en/of aandeelhouder. In dit laatste geval is vaak ook sprake van meerdere aandeelhouders binnen de familie al dan niet door vererving.

Koper

Er is meestal sprake van meerdere personen die als koper optreden: een MBO-team. In het volgende overzicht staat welke disciplines in onze ervaring relatief vaak vertegenwoordigd zijn in het MBO-team, bij verschillende verkopende partijen. Het aantal kruisjes geeft de verhouding aan tussen de verschillende disciplines. Zo is bijvoorbeeld de partij die verantwoordelijk is voor het algemeen beleid relatief vaak vertegenwoordigd (6 kruisjes) in het MBO-team in situaties wanneer de verkoper een onderneming is of een passieve DGA. De Operationele discipline is in het algemeen het minst vaak vertegenwoordigd (tussen de 1 en 3 kruisjes) in het MBO-team.

	Onderneming	DGA passief	DGA actief
Algemeen	xxxxxx	xxxxxx	nvt
Commercieel	xxxx	xxxx	xxxxx
Financieel	xxxxx	xxx	xxxx
Operationeel	xxx	xx	x

Binnen het MBO-team zullen meer disciplines vertegenwoordigd zijn naarmate de omvang van de overneming groter is. Des te omvangrijker de over te nemen onderneming, des te meer disciplines vertegenwoordigd zullen zijn binnen het MBO-team.

Bij een MBI opereert een koper in circa 2/3 van de gevallen alleen; een team dat uit meer dan twee personen bestaat komt bij een MBI zelden voor. De reden hiervoor is dat het bij een MBI vaak gaat om relatief kleinere ondernemingen (met een lagere koopsom), waar de verschillende disciplines vaak gecombineerd worden in een functie.

4 **Waarom een MBO?**

Wat zijn nu de argumenten vanuit de verschillende partijen voor een MBO? Vanuit de kopers geredeneerd is een MBO interessant omdat zij elkaar en het bedrijf al goed kennen en dus weten waar ze aan beginnen. Voor een overdragende ondernemer geldt dat het management, en hun loyaliteit aan het bedrijf, voor een deel de waarde van de onderneming kan bepalen. Het kan voor de overdragende ondernemer wel eens lastig zijn aan een ander te verkopen als het eigen management ook belangstelling heeft. Dan is het dus in zijn eigen belang om ze een eerlijke kans te geven.

5 **De fasen van het MBO-proces**

Bij deze beschrijving van het MBO-proces gaan wij uit van een situatie waarin een managementteam (3 man) van een familiebedrijf door de passieve DGA in de gelegenheid wordt gesteld om de mogelijkheden van een MBO te onderzoeken.

De volgende fasen kunnen wij hierbij onderscheiden:

- fase 1. Vastleggen afspraken en planning;*
- fase 2. Opstellen ondernemingsplan;*
- fase 3. Waardebepaling en onderzoeken haalbaarheid MBO;*
- fase 4. Uitbrengen overnamevoorstel en onderhandelingen;*
- fase 5. Financiering;*
- fase 6. Due diligence onderzoek;*
- fase 7. Overeenkomsten;*
- fase 8. Informeren derden;*
- fase 0. Samenstellen MBO-team.*

Per fase worden bijzonderheden en aandachtspunten besproken.

Fase 1 Vastleggen afspraken en planning

Een MBO is een bijzonder koopproces omdat de kopende partij tevens werknemer is van de verkoper en daarmee ook in een afhankelijke positie kan verkeren, met name als de MBO poging niet slaagt. Het is daarom extra belangrijk om vanaf de start een aantal afspraken

goed vast te leggen om misverstanden te voorkomen. Hier volgen de belangrijkste.

Toestemming de MBO te onderzoeken

Een MBO-proces kost, net zoals ieder overnameproces, veel tijd. Het merendeel van deze tijdsbesteding is overdag, dus in werktijd. Met andere woorden het MBO-team is vaak in de tijd van de baas met andere zaken bezig dan werken. Het schriftelijk vastleggen van de toestemming van de baas om in werktijd aan de MBO te werken is dan ook verstandig. Gezien de te verwachten tijdsbesteding in de avonduren en eventuele toekomstige financiële consequenties is natuurlijk ook goed vooroverleg met de partner in privé aan te bevelen.

Stappenplan en tijdslijnen

Een MBO-proces duurt in totaal gemiddeld tussen de vier en zes maanden. Na iedere fase kunnen partijen besluiten om wel of niet door te gaan (go-no go).

Inschakeling en kosten externe deskundigen

De toegevoegde waarde van een externe deskundige kan op drie terreinen liggen:

- (vaktechnische) kennis en ervaring;
- capaciteit c.q. beschikbaarheid van tijd (MBO-team moet ook de onderneming nog leiden);
- het kunnen innemen van een andere rol dan het MBO-team.

De meeste verkopers zien duidelijk de voordelen van het inschakelen van een externe adviseur voor henzelf maar ook voor het MBO-team. In veel gevallen wordt dan ook afgesproken dat de kosten van de adviseur door de onderneming worden gedragen.

Exclusiviteit

Met exclusiviteit wordt bedoeld dat de verkoper alleen met het MBO-team de verkoopmogelijkheden onderzoekt. De duur van de exclusiviteit wordt vaak gekoppeld aan het overeengekomen stappenplan (met go-no go momenten) en de daaraan gekoppelde tijdslijnen.

Vanuit het oogpunt van de onderhandelingspositie lijkt het misschien beter om met meerdere potentiële kopers tegelijkertijd te praten. Van het MBO-team kun je echter moeilijk verwachten dat zij aan de ene kant gemotiveerd meewerken aan de verkoop aan een andere partij door het verstrekken van bedrijfsinformatie en het voeren van kennismakingsgesprekken, terwijl zij aan de andere kant zelf geïnteresseerd zijn om de onderneming over te nemen. Een verkopende DGA kan beter eerst het MBO-team een eerlijke kans geven. Van tevo-

ren kan dan worden overeengekomen dat zij meewerken aan een verkoop aan een andere partij als de MBO niet haalbaar blijkt te zijn.

Geheimhouding

Hoewel er voor het MBO-team natuurlijk weinig bedrijfsgeheimen zijn en geheimhouding vaak al in de arbeidsovereenkomst is geregeld, worden bij een overname ook vertrouwelijke, veelal financiële zaken van de aandeelhouder besproken. Daarnaast geldt de geheimhouding ook voor de door partijen ingeschakelde adviseurs.

Communicatie tijdens het proces

Mede vanwege de vertrouwelijkheid is het verstandig een codenaam voor het proces af te spreken en stukken via de privé e-mail te laten lopen. Ervaring leert dat de medewerkers van de betrokken onderneming het vaak eerder dan men verwacht doorhebben als het MBO-team vaak samen vergadert (intern of extern) en als externe adviseurs vaak over de vloer komen.

Fase 2 Opstellen ondernemingsplan

Zodra partijen het eens zijn over de wijze waarop het MBO-team in de gelegenheid wordt gesteld om de mogelijkheden van een MBO te onderzoeken, kan het MBO-team zijn ambities aan het papier toevertrouwen. Hier wordt niet uitgebreid ingegaan op hoe een ondernemingsplan eruit dient te zien (zie hiervoor het betreffende hoofdstuk in dit boek), maar volstaan met de opmerking dat ondernemers (in spé) hun eigen plannen dienen te schrijven. Adviseurs kunnen daarbij wel een ondersteunende rol op zich nemen door bijvoorbeeld een leidraad te geven, een tweede lezing te verzorgen en bepaalde financiële zaken uit te werken. Het MBO-team dient echter aan het einde van het proces zelf de financiering te arrangeren, en financiers financieren niet graag een plan dat uit de koker van een adviseur komt.

Fase 3 Waardebepaling en onderzoeken haalbaarheid MBO

Op basis van het ondernemingsplan kan een waardebepaling worden gemaakt. Als uitgangspunt nemen wij de discounted cashflow (DCF)-methode, omdat de waarde van de onderneming uiteindelijk wordt bepaald door wat je er in de toekomst mee denkt te kunnen verdienen. Dit betekent een goede analyse van de toekomstige kasstromen (operationeel resultaat, afschrijvingen, investeringen en mutatie werkkapitaal) en het risicoprofiel van de onderneming. Voor deze analyse vormen de resultaten over de afgelopen jaren natuurlijk ook een belangrijke bouwsteen. Deze dienen echter wel

genormaliseerd te worden voor opbrengsten en kosten die samenhangen met de huidige DGA. Omdat ondernemers zelden worden gehinderd door enig pessimisme, is het aan te raden om de gevoeligheid van de toekomstige kasstromen te onderzoeken en een aantal scenario's door te rekenen.

Op basis van de waardebepaling kan dan in hoofdlijnen worden onderzocht of de MBO haalbaar is. Hierbij wordt gekeken naar de financieringsmogelijkheden van de vermoedelijke koopsom, waarbij een reële inschatting dient te worden gemaakt van de verschillende financieringsbronnen.

Fase 4 Uitbrengen overnamevoorstel en onderhandelingen

In een overnamevoorstel kunnen de volgende onderwerpen worden behandeld:

- belangrijkste waardebepalende elementen voor het MBO-team,
- belangrijkste overige uitgangspunten (hoogte eigen vermogen, rentedragende schulden, e.d.);
- eventueel positie huidige DGA na de MBO,
- datum overname (juridisch/economische),
- koopsom voor de aandelen,
- eventueel een lening door verkoper (met voorwaarden en condities);
- ontbindende voorwaarden zoals het verkrijgen van een passende financiering en passende uitkomsten van het nog uit te voeren due diligence onderzoek.

Deze onderwerpen kunnen het beste in een schriftelijk voorstel worden vastgelegd. Op basis hiervan worden de onderhandelingen gestart. Deze fase is vaak lastig vanwege de belangentegenstellingen die naar boven komen. Hierbij kunnen de emoties hoog oplopen.

Tips om deze fase zo goed mogelijk door te komen

- Een goede voorbereiding ten aanzien van zowel de inhoud als de rolverdeling.
- Zorg altijd voor een goede, bij voorkeur neutrale, locatie voor de besprekingen.
- Plan voldoende tijd voor de besprekingen.
- Leg gesprekken goed en objectief vast.
- Zorg ervoor de ander te begrijpen en ook zelf begrepen te worden.
- Focus op de inhoud en niet op de persoon.
- Focus op zaken waarover overeenstemming is bereikt en niet alleen op de verschillen.

Zodra op hoofdlijnen overeenstemming is bereikt, dient dit schriftelijk te worden vastgelegd in een overeenkomst (intentieovereenkomst).

Fase 5 Financiering

Vanaf deze fase lopen de belangen van de verkoper en het MBO-team weer grotendeels parallel: het verkrijgen van de benodigde financiering en het doorgaan van de transactie.

Op basis van het ondernemingsplan en op basis van de overeengekomen koopsom en voorwaarden kan de financiering worden geregeld. Daarbij staan het MBO-team de volgende financieringsbronnen ter beschikking, waarbij er hier vanuit wordt gegaan dat de onderneming wordt aangekocht door de besloten vennootschap MBO.

Werkmaatschappij (= overgenomen onderneming)

- Normale bancaire financieringen;
- Crediteurenfinancieringen.

Dit laatste komt niet vaak voor, maar als één of meer belangrijke (nieuwe) leveranciers het belang van de MBO onderschrijven, kan de mogelijkheid van het tijdelijk verlengen van de betalingstermijnen een welkome financieringsbron zijn.

Koop BV

- Dividend uit werkmaatschappij;
- Eigen vermogen MBO-team (al dan niet in persoonlijke holding en/of privé gefinancierd);
- Eventueel eigen vermogen van derden (participatiemaatschappijen of informal investors);
- Lening verkoper al dan niet achtergesteld;
- Blanco bancaire lening;
- Een combinatie van bovenstaande.

De termijnen voor het verkrijgen van bancaire financieringen liggen tussen de twee tot vier weken. Bij participatiemaatschappijen is deze termijn vaak langer, omdat vanwege het hogere risico vaak meer aandacht wordt besteed aan met name het commerciële due diligence (marktontwikkelingen, marktpositie, onderscheidend vermogen, e.d.) en de kwaliteit van het management. Ook hier geldt: hoe beter de voorbereiding en dus de kwaliteit van de verstrekte informatie, hoe sneller en effectiever deze fase kan worden doorlopen.

Fase 6 Due diligence onderzoek

We gaan er hier van uit dat de feitelijke leiding van de onderneming al bij het MBO-team ligt, en de DGA alleen nog een passieve rol speelt als aandeelhouder. De focus van het onderzoek ligt dan ook vaak op de fiscale aspecten. Als echter een beroep moet worden gedaan op het risicodragend vermogen van bijvoorbeeld participatiemaatschappijen en/of informal investors, dan zullen deze partijen vaak een meer uitgebreid due diligence onderzoek verlangen, uitgevoerd door externe partijen. Het is gebruikelijk dat de verkoper inzage krijgt in de uitkomsten van het due diligence onderzoek ter controle, completering en informatie van de geconstateerde feiten en risico's.

Op basis van het due diligence onderzoek kunnen aanvullende afspraken worden gemaakt over hoe om te gaan met geconstateerde risico's en/of eventueel gewijzigde uitgangspunten zowel in de koopprijs als in de overige voorwaarden.

Fase 7 Overeenkomsten

In deze fase worden de laatste puntjes op de i gezet, en vaak wegen deze laatste loodjes nog best zwaar. Het uitgangspunt: "lawyers formalize deals they don't make them" wordt hierbij vaak uit het oog verloren. De doorlooptijd van deze fase kan daardoor nog wel eens enkele weken in beslag nemen.

De huidige koopovereenkomsten zijn vaak uitgebreide documenten waarin zoveel mogelijke toekomstige zaken uitvoerig worden geregeld. Belangrijke afspraken die tussen het MBO-team en de verkoper dienen te worden gemaakt zijn onder andere:

- het begrip schade;
- omvang garanties en vrijwaringen;
- maximale aansprakelijkheid;
- looptijd garanties;
- concurrentiebeding;
- procedure bij inbreuk op garanties.

Als ter financiering van de koopsom geld wordt geleend van de verkoper dan dient tevens een overeenkomst van geldlening te worden gemaakt.

Indien bij de financiering gebruik wordt gemaakt van participatiemaatschappijen en/of informal investors, dan dienen ook nog overeenkomsten tussen de aandeelhouders te worden gemaakt. In deze overeenkomsten worden zaken geregeld zoals:

- zeggenschapsverhoudingen (vaak per onderwerp benoemd) op het ni-

- veau van aandeelhouders, directie en soms Raad van Commissarissen;
- afspraken over de door MBO-team periodiek aan te leveren informatie;
- eventuele exitstrategie;
- eventuele verwateringclausules of optieregelingen afhankelijk van het wel/niet realiseren van bepaalde overeengekomen doelstellingen.

Fase 8 Informeren derden

Met het informeren van derden wordt bedoeld het informeren van personeel, klanten, leveranciers en andere belanghebbenden. Het belangrijkste doel is hiermee eventuele onrust te voorkomen en een goede start te maken met de realisatie van de voorgenomen plannen. Het is belangrijk hierover vooraf een goede afstemming te hebben. De afscheidnemende ondernemer heeft andere behoeften dan het MBO-team.

De wijze waarop mensen worden geïnformeerd heeft veel invloed op hun beeld van de nieuwe situatie. Het is dan ook belangrijk dat medewerkers en klanten als eersten en zo persoonlijk mogelijk worden geïnformeerd, en zij het nieuws niet eerst via de krant vernemen. Ook is het over het algemeen goed een moment voor afscheid van de verkopende partij te creëren.

Fase 0 Samenstellen MBO-team

Deze fase hebben wij fase 0 genoemd omdat deze fase als enige al vanaf de start begint en pas afgerond hoeft te zijn als je bij de notaris zit om alle contracten te tekenen. In deze fase dienen door de ondernemers in spé belangrijke zaken onderling besproken te worden zoals:

- Hoe wordt de taakverdeling?
- Hoe wordt de zeggenschapsverhoudingen op het niveau van aandeelhouders, directie en eventueel op het niveau van een Raad van Commissarissen?
- Binnen welke juridische structuur vindt de MBO plaats, bijvoorbeeld via een gemeenschappelijke besloten vennootschap waarvan de aandeelhouders natuurlijke personen zijn of persoonlijke holdingmaatschappijen?
- Wordt de huidige arbeidsovereenkomsten voortgezet of omgezet in een managementovereenkomst?
- Wat wordt gedaan met de hoogte van de huidige salarissen en de secundaire arbeidsbeloningen, zoals een auto van de zaak?
- Wat wordt ieders financiële inbreng?
- Wat wordt het dividendbeleid?
- Dienen de aandelen aan elkaar te worden verkocht bij ziekte of over-

lijden of beëindiging dienstverband?

- Vindt bovenstaande plaats tegen een vaste waarderingsformule of worden deskundigen benoemd voor een bindende of niet-bindende prijsbepaling?
- Wanneer gaan wij verkopen en moet een ieder dan mee verkopen? Enzovoort.

Kortom, er zijn tussen de leden van het MBO-team veel zaken te regelen en vast te leggen. Het voordeel is dat het MBO-team elkaar gedurende deze fase ook steeds beter leert kennen en daarmee ook steeds gemotiveerder wel of niet in dit MBO-bootje stapt.

6 Het MBI-proces

Bijna alles wat is beschreven in de fasen van het MBO-proces is van toepassing bij een MBI-proces. De belangrijkste verschillen tussen een MBI en een MBO zijn vaak:

- 1 De over te nemen onderneming dient bij een MBI nog te worden gevonden.
- 2 De verkoper en MBI-er kennen elkaar niet.
- 3 De MBI-er kent de onderneming nog niet (goed).
- 4 De medewerkers van de onderneming kennen de MBI-er nog niet (goed).

Ad 1 De over te nemen onderneming dient bij een MBI nog te worden gevonden

Het vinden van een geschikte onderneming duurt gemiddeld ruim een jaar. Veel MBI-ers starten met een (te) algemeen zoekprofiel met weinig onderscheidend vermogen. De meeste zoeken een handelsproductieonderneming waarbij het rendement niet uitmaakt, met voldoende mogelijkheden voor internationale expansie. Met een dergelijk zoekprofiel worden gespecialiseerde fusie- en overnameadviesorganisaties en participatiemaatschappijen vaak benaderd voor mogelijke kandidaten. Dit levert over het algemeen weinig op.

Het is verstandiger om het zoekprofiel zo concreet mogelijk te maken door bijvoorbeeld aan te geven:

- welke branches wel en welke niet;
- kenmerken van producten en diensten;
- welke regio (denk aan woon-werkverkeer);
- omvang meer in termen van de ervaring en toegevoegde waarde die de MBI-er wil leveren dan alleen een minimale omzet te noemen.

Daarnaast is het verstandig om bepaalde branches te selecteren en vervolgens gesprekken te voeren met branchedeskundigen en met bijvoorbeeld de secretaris van de branchevereniging.

Ad 2 *De verkoper en MBI-er kennen elkaar niet*

Een verkoper dient te worden overtuigd van de voordelen om aan een MBI-er te worden verkocht. Een helder verhaal over ambitie, ervaring en toegevoegde waarde is daarbij een voorwaarde en het kunnen geven van referenties een duidelijke plus.

Ad 3 *De MBI-er kent de onderneming nog niet (goed)*

Dit betekent dat de voorbereiding op het kunnen schrijven van een ondernemingsplan uitgebreider dient plaats te vinden, en derhalve ook meer tijd zal vergen van ook de verkoper. Deze zal immers alle gevraagde informatie dienen aan te leveren.

Daarnaast zal het due diligence onderzoek ook in de volle breedte moeten worden uitgevoerd inclusief gesprekken met de sleutelfiguren.

Ad 4 *De medewerkers van de onderneming kennen de MBI-er nog niet (goed)*

De primaire reactie van medewerkers op een overname is: wat betekent dit voor mij? Wat gaat er veranderen? Dit vereist een heldere communicatie vanaf de eerste dag, zowel in woord als geschrift (voor het thuisfront) eventueel ook in de moedertaal van de verschillende werknemers.

7 Tot slot

Dit hoofdstuk heeft u als mogelijk toekomstige ondernemer een beter inzicht willen geven in welke zaken en in welke volgorde u ze dient te regelen om een MBO-proces succesvol te doorlopen. Het zal duidelijk zijn dat ze slechts in hoofdlijnen zijn besproken, omdat een MBO het ingewikkeldste overnameproces is dat er bestaat. Dat heeft onder meer de volgende redenen.

- De kopers zijn in loondienst van de verkoper. Wat te doen als de MBO niet doorgaat?
- De kopers zijn vaak druk met hun dagelijkse werkzaamheden binnen de onderneming, terwijl een MBO veel tijd en inspanning kost.
- Naast de overname dient ook nog een (her)financiering te worden geïntegreerd voor zowel het over te nemen bedrijf alsook voor de overname van de aandelen.
- Er dienen heel veel zaken geregeld te worden als het MBO-team uit meerdere personen bestaat.

Laat dat u echter niet teveel afleiden. Velen zijn deze uitdaging al succesvol aangegaan!