

MBO OF MBI MET DE STEUN VAN PRIVATE EQUITY: EXTRA INCENTIVES VOOR HET MANAGEMENT



Bruno Vervisch, overnamebegeleiding

Vele jonge mensen met ondernemerszin hebben de ambitie om zelfstandig ondernemer te worden en een onderneming over te nemen.

Dit kan men realiseren onder de vorm van een Management Buy Out (MBO) door het aanwezige management, ofwel onder de vorm van een Management Buy In (MBI), waarbij een externe partij een onderneming overneemt waarin ze nog niet actief is.

Omwille van financiële beperkingen kan door de mensen die het dagdagelijks zullen moeten doen vaak slechts een minderheidsparticipatie worden genomen en moet een beroep worden gedaan op externe kapitaalvertrekkers.

Het is cruciaal dat de managers voldoende gemotiveerd worden om zich ten volle in te zetten zodat beide partijen, management én investeerders, dezelfde belangen hebben, namelijk het creëren van aandeelhouderswaarde. Daarnaast moeten er ook andere duidelijke afspraken worden gemaakt.

Private equity

De financiële drempel om in het vizier te komen van een Private Equity Fonds (PEF) voor het nemen van een minderheids- of meerderheidsparticipatie, is de laatste jaren sterk verlaagd.

We onderscheiden "Closed-end" en "Open-end" fondsen. *Closed-end fondsen* worden opgericht voor een voorafbepaalde looptijd (in de praktijk zeven tot tien jaar) wat impliceert dat ze na die periode moeten worden vereffend en dat de aandeelhouders hun inleg, hopelijk aangevuld met een riant meerwaarde, moeten terugkrijgen. Dit geeft extra (tijds)druk. Niet enkel moeten snel interessante participaties worden gevonden, maar daarnaast moeten deze ook binnen een welbepaalde termijn worden verkocht, met het risico dat de marktomstandigheden op dat ogenblik minder gunstig zijn.

Open-end fondsen daarentegen hebben geen vooraf bepaalde looptijd en hebben bijgevolg eerder een lange termijn en industriële visie.

Een onderneming moet onder meer aan de volgende vereisten voldoen om in het vizier te komen van een PEF :

- bewezen track record met minstens een stabiele cash flow die, bij voorkeur, in de toekomst nog kan worden verhoogd;
- voldoende kritische massa;
- voldoende vrije cash flow en beperkte bankschuld zodat voldoende ruimte is voor overnamefinanciering;
- transparante structuur en cijfers;
- goed uitgewerkt, realistisch businessplan dat voldoende rekening houdt met bijkomende expansie –of vervangingsinvesteringen en eventuele tegenslagen.

Het is niet de bedoeling dat de beheerders van een PEF de ondernemingen waarin ze participeren dagdagelijks leiden, maar wel dat het PEF één of meerdere zittingen krijgt in de raad van bestuur. Voor de operationele verantwoordelijkheid steunt men uitsluitend op het management en men heeft er dan ook alle belang bij dat het management een belangrijke (financiële) motivatie heeft en tevens de kans krijgt op een mooie return in geval van een latere exit.

De rendementseisen van een PEF liggen hoog. Het jaarlijks rendement dat wordt nagestreefd op de ingezette middelen, de zogenaamde *internal rate of return (IRR)*, kan snel oplopen tot 25 à 30%.

In ruil voor de inbreng van gelden zal het PEF een substantieel

pakket aandelen verkrijgen in het overnamevehikel (Newco). De financiële inbreng van het management zal in verhouding meestal een stuk lager zijn.

Het komt erop aan oplossingen/incentives te vinden waardoor het management toch nog (op termijn) een aantrekkelijke participatie kan verwerven door geleidelijk aan extra aandelen te verwerven.

Aantrekkelijke 'envy ratio'

Eén mogelijkheid is het hanteren van het principe van een aantrekkelijke *envy ratio*. Dit is de verhouding tussen de investering voor het PEF en de investering voor het management. Concreet komt het erop neer dat het management in verhouding tot zijn inbreng een relatief groter aandeel in het kapitaal van Newco verwerft. Dit kan bijv. door de inbreng van gelden als kapitaal door het management en het PEF te combineren met de toekenning van een Achtergestelde Lening (AL) door het PEF. Gezien dit een lening is en hiervoor geen aandelen worden toegekend, krijgt het management dus relatief meer aandelen.

Op die AL moet doorgaans wel een hoge interest worden betaald die een stuk hoger is dan de rente op een klassieke bankfinanciering en ze zal meestal *bullet* worden toegekend op een periode van zeven jaar. Dat betekent dat er geen periodieke terugbetalingen zijn maar dat deze lening op de eindvervaldag in één keer wordt terugbetaald. In de praktijk gebeurt dit vaak via de herfinanciering bij een bank of via de verkoop van de onderneming.

We illustreren dit met een voorbeeld:

Overnameprijs	100			Bekomen aandelen
> Inbreng in kapitaal in Newco	25	Door PEF	20	80%
		Door management	5	20%
> AL door PEF aan Newco	25			
> Klassieke bankfinanciering	50			

Het management kan hierdoor 20% van de aandelen verwerven, hoewel het maar 5% van de financiële middelen inbrengt.

Overperformance bonus (ratchet)

Deze bonus laat toe dat het management bij een latere verkoop van de onderneming, een in verhouding groter deel van de opbrengst krijgt, indien bepaalde rendementsvereisten, die het PEF bij aanvang had vooropgesteld voor de concrete transactie, werden overschreden. Zo kan bijv. worden gestipuleerd dat, in geval de IRR voor het PEF in deze transactie hoger is dan 25%, een deel van het surplus wordt afgestaan aan het management.

Optieplan

De managers kunnen (jaarlijks) opties of warrants krijgen op aandelen voor zover bepaalde doelstellingen, die bepaald zijn in het businessplan, worden behaald.

Aandeelhoudersovereenkomst

In een MBO of MBI met een PEF is een gedetailleerde en sluitende aandeelhoudersovereenkomst cruciaal. Hierin worden diverse af-

spraken opgenomen tussen de aandeelhouders, waaruit we enkele belangrijke selecteren, zonder exhaustief te kunnen zijn:

- **Voorkooprecht:** een aandeelhouder die een bod krijgt op zijn aandelen door een derde, moet die aandelen eerst aanbieden aan de andere bestaande aandeelhouders tegen dezelfde prijs en voorwaarden of tegen andere, conventioneel vastgelegde, voorwaarden.
- **Volgrecht en volgplicht:** dit is het recht, respectievelijk de verplichting die de managers hebben, indien het PEF haar aandelen wil overdragen aan een derde die de controle zou verwerven, om hun aandelen mee te verkopen tegen dezelfde prijs en voorwaarden.
- **Good leaver/bad leaver-bepalingen:** indien de samenwerking met een manager die ook aandeelhouder is, wordt beëindigd, kunnen de aandelen die de manager houdt in de Newco vervroegd door het PEF worden teruggekocht. De voorwaarden (in hoofdzaak de prijs) variëren naargelang de manier waarop de samenwerking werd beëindigd (bijv. vertrek op initiatief van de manager of gedwongen beëindiging door de vennootschap, overlijden of permanente werkonbekwaamheid, fraude, enz...).
- **Bestuur van de onderneming:** afspraken omtrent het aantal bestuurders en het besluitvormingsproces in de raad van bestuur en afspraken omtrent het dagelijkse bestuur van de onderneming.
- **Erit afspraken:** wanneer kan een partij uittreden en aan welke prijs? Worden er put's (mogelijkheid/recht die een aandeelhouder heeft om zijn aandelen onder bepaalde voorwaarden en op bepaalde tijdstippen aan te bieden aan de andere aandeelhouders die dan verplicht zijn deze te kopen) en call's (mogelijkheid/recht die een aandeelhouder heeft om onder bepaalde voorwaarden en op bepaalde tijdstippen de andere aandeelhouders te verplichten hun aandelen aan hem te verkopen) voorzien ?
- **Andere:** Dividendpolitiek, looptijd van de aandeelhoudersovereenkomst, ...

Besluit

Bij een MBO of MBI staat het management centraal. Het is voor een PEF dan ook cruciaal dat de belangen van beide partijen gelijklopen, namelijk samen streven naar een maximale waardecreatie in de onderneming en bijgevolg een maximale return voor alle betrokkenen bij een latere exit. Ondermeer de hierboven aangehaalde mogelijkheden kunnen hiertoe bijdragen.



Bruno Vervisch
Overnamebegeleiding
www.brunovervisch.be
info@brunovervisch.be