



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Private equity in familiale ondernemingen in België

Maarten Boelen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2019
2020



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Private equity in familiale ondernemingen in België

Maarten Boelen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS

Abstract

Private equity is de laatste jaren binnen familiebedrijven fors in gebruik toegenomen. Toch favoriseren bepaalde familiebedrijven nog voornamelijk andere financieringsmethodes en staan ze in sommige gevallen weigerachtig tegenover extern eigen vermogen. Daarom werd besloten dit proces met behulp van een kwalitatieve onderzoeksbenadering te bekijken vanuit het perspectief van de familiale ondernemingen. De centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek luidt dus als volgt: “Welke problemen, moeilijkheden en mogelijkheden treden er op tijdens het private equity-proces in familiale ondernemingen in België?”

Omwille van een gebrek aan kennis over wat private equity precies inhoudt, treden er in de pre-deal fase van dit proces al moeilijkheden op. Zo wordt deze financieringsvorm in sommige gevallen al langs zich neergelegd voor dat het eerste contact tussen het familiebedrijf en het private equity-fonds heeft plaatsgevonden. Dit gebeurt in enkele gevallen omdat bepaalde familiebedrijven er geen vertrouwen in hebben of er geen ervaring mee hebben. Professionele begeleiding van adviseurs zou hier van pas kunnen komen.

Tijdens de deal fase kunnen zowel vertrouwen maar ook de prijszetting en waardering van het familiebedrijf een rol van invloed spelen. Het probleem dat veroorzaakt wordt door het verschil in termijndoelstellingen tussen beide partijen werd ook in de interviews bevestigd. De professionele begeleiding van adviseurs zou de familiebedrijven hierin kunnen bijstaan. Op een open en begripvolle manier communiceren zou in deze fase helpen elkaars belangen te begrijpen.

In de post-deal fase bleek het stakeholderaspect voor de familiebedrijven van belang. Ook het verschil in termijndoelstellingen tussen het familiebedrijf enerzijds en het private equity-fonds anderzijds was merkbaar. Hierdoor is voldoende openheid en begrip van beide partijen van belang. Ten slotte werd ook door de familiebedrijven aangegeven dat meer praktische kennis van de investeerders over de business een goed hulpmiddel zou kunnen zijn.

COVID-19 vermelding

Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft mogelijk een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk.

Woord vooraf

Dit onderzoek werd uitgevoerd door Maarten Boelen, masterstudent toegepaste economische wetenschappen aan de Universiteit Hasselt. Het doel van deze masterproef is een antwoord te formuleren op volgende onderzoeksvraag: “Welke problemen, moeilijkheden en mogelijkheden treden er op tijdens het private equity-proces in familiale ondernemingen in België?”

Via deze weg wens ik enkele personen te bedanken die mij hebben bijgestaan tijdens het opstellen van deze masterproef. Allereerst wens ik mijn promotor, professor Dr. Anneleen Michiels te bedanken voor het aanbrengen van dit interessant onderwerp, haar professionele hulp, constructieve feedback en het helpen vinden van geschikte respondenten.

Daarnaast wens ik ook de tussenpersonen, private equity-investeerders en familiebedrijven te bedanken voor hun bereidheid om mee te werken aan dit onderzoek. Hun gedeelde ervaringen hebben aanzienlijk bijgedragen aan de kwaliteit van deze masterproef. Gelet op de huidige economische omstandigheden en de vertrouwelijke informatie die tijdens de interviews bevraagd werd, was dit een hele uitdaging.

Inhoudsopgave

| | |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Inleiding | 3 |
| Literatuurstudie | 5 |
| 1. <i>De private equity-markt</i> | 5 |
| 1.1 De aanbodzijde van het private equity-proces: | 5 |
| 1.2 De vraagzijde van het private equity-proces: | 6 |
| 2. <i>Moeilijkheden en problemen tijdens het private equity-proces</i> | 8 |
| 2.1 De pre-deal fase: | 8 |
| 2.2 De deal fase: | 9 |
| 2.3 De post-deal fase: | 11 |
| 3. <i>Oplossingen voor de problemen en moeilijkheden</i> | 12 |
| 3.1 Rol van de overheid: | 12 |
| 3.2 Aanblijven familiale manager: | 12 |
| 3.3 Ondersteuning: | 13 |
| Gebruikte onderzoeksmethode: | 15 |
| 1. <i>Kwalitatief onderzoek</i> | 15 |
| 2. <i>Data verzameling</i> | 15 |
| 3. <i>Data-analyse</i> | 17 |
| Resultaten | 19 |
| 1. <i>Pre-deal fase</i> | 19 |
| 1.1 Kennis: | 19 |
| 1.2 Ondersteuning: | 19 |
| 1.3 Vertrouwen: | 19 |
| 2. <i>Deal fase</i> | 20 |
| 2.1 Vertrouwen: | 20 |
| 2.2 Prijszetting en waardering: | 20 |
| 2.3 Korte versus lange termijnvisie: | 21 |
| 2.4 Open communicatie: | 21 |
| 3. <i>Post-deal fase</i> | 22 |
| 3.1 Stakeholders: | 22 |
| 3.2 Risico's: | 22 |
| 3.3 Korte versus lange termijn doelstellingen: | 23 |
| 4. <i>Oplossingen</i> | 23 |
| 4.1 Ondersteuning: | 23 |
| 4.2 Openheid: | 23 |
| 4.3 Praktische kennis: | 24 |
| Discussie en conclusie | 25 |
| 1. <i>Discussie</i> | 25 |
| 2. <i>Praktische implicaties</i> | 26 |
| 3. <i>Beperkingen en verder onderzoek</i> | 27 |
| 4. <i>Conclusie</i> | 27 |
| Bijlagen | 29 |

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| Bijlage 1: Interviewleidraad..... | 29 |
| Bibliografie..... | 31 |

Inleiding

Private equity vertegenwoordigt nog geen halve procent van het Belgische BNP. Toch is het de laatste jaren binnen familiebedrijven fors in gebruik toegenomen. Zo is tussen de periode 2012-2016 het bedrag aan investeringen via private equity in familiale ondernemingen gestegen van 34 naar 46 miljard euro in Europa (Cabral-Cardoso, Cortez Maria, & Lopes, 2016; Schickinger et al., 2018; Thiele, 2017). De regio Frankrijk – Benelux is ook de tweede in de Europese rij, na het Verenigd Koninkrijk, op het gebied van fondsophaling voor extern eigen vermogen investeringen (Caselli & Negri, 2018). Een factor die mogelijk een positieve invloed heeft op deze ontwikkelingen is dat private equity perfect aansluit bij voornamelijk familiaal geïnspireerde kmo's. Hiervan zijn er zowel in België als in Europa in overvloed (Caselli & Negri, 2018). Deze kmo's kunnen vaak teruggevonden worden in een nichemarkt waardoor ze mooie groeiperspectieven kunnen voorleggen. Dit maakt hen extra interessant voor private equity. Met behulp van deze financieringsvorm kunnen ze bepaalde dingen verwezenlijken. Zo kunnen met behulp van expertise, netwerk mogelijkheden en financiële steun bepaalde groeiopportuniteiten nagestreefd worden (Ligterink et al., 2017; Molly et al., 2018).

In deze verdere uiteenzetting wordt dieper ingegaan op het private equity-proces vanuit een specifieke soort bedrijven, de familiale ondernemingen. Er bestaat niet echt een eenduidige definitie van familiebedrijven, maar in dit onderzoek worden deze gedefinieerd als: een bedrijf waarover een bepaalde familie of minimaal twee familieleden, controle uitoefenen (Mani, 2018). In België zijn min of meer 75 procent van de ondernemingen familiale ondernemingen (Caselli & Negri, 2018).

Uit zowel economische als financiële literatuur blijkt dat deze familiale ondernemingen een bepaalde voorkeur volgen in het kiezen van een bepaalde financieringsmethode. Uit deze volgorde blijkt dat vele managers en eigenaars van familiale ondernemingen weigerachtig staan tegenover extern eigen vermogen (Molly et al., 2018; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2001; Schickinger et al., 2018). Zo zien twee op de drie familiale ondernemingen zich niet in zee gaan met extern eigen vermogen en dus private equity (Bernard, 2014). Er zijn managers van familiale ondernemingen die immers nog nooit van private equity gehoord hebben of geen vertrouwen hebben in de voor hen vreemde investeerders (Seet, 2010; Zata Poutziouris, 2001). Ook wordt er vaak van uit gegaan dat met private equity de lange termijn doelstellingen en doelen van de familie in kwestie in gevaar worden gebracht (Ligterink et al., 2017; Schickinger et al., 2018; Zata Poutziouris, 2001). Sommige managers twijfelen ook over de kwaliteit van de samenwerking met de private equity-fondsen (Schickinger et al., 2018; Wright, Cressy, Wilson, & Farag, 2014). Deze redenen zorgen ervoor dat er nog altijd veel familiebedrijven niet voor private equity kiezen of zelfs de verkennende gesprekken niet aangaan. Hierdoor is verder onderzoek naar deze problemen aangewezen.

In dit onderzoek wordt er onderzocht welke factoren een rol spelen om een optimale relatie en verstandhouding te kunnen aangaan en op te bouwen tussen familiale ondernemingen en private equity-fondsen tijdens private equity-processen in België. De centrale onderzoeksvraag luidt dus als volgt: Welke problemen, moeilijkheden en mogelijkheden treden er op tijdens het private equity-proces in familiale ondernemingen in België? In deze private equity-processen zijn twee belangengroepen de hoofdrolspelers. Aan de aanbodzijde staan de private equity-fondsen die wensen

te investeren en een goede return te krijgen. Door een gebrek aan professionalisme of de mogelijkheid van conflicten in het familiebedrijf zijn deze participatiemaatschappijen in sommige gevallen eerder terughoudend wat betreft investeringen in familiebedrijven (Croce & Martí, 2016; Grundström et al., 2012). Aan de vraagzijde staan de familiebedrijven die zich in sommige gevallen niet comfortabel bij private equity om de eerder vernoemde redenen.

Omdat bleek dat de private equity-processen het meest onder druk kwamen langs de vraagzijde wordt dit proces bekeken vanuit het perspectief van de familiebedrijven (Schickinger et al., 2018; Zata Poutziouris, 2001). De problemen, moeilijkheden en mogelijkheden zullen op een kwalitatieve manier benaderd worden met behulp van semigestructureerde diepte-interviews. De bedoeling hiervan is bepaalde problemen of moeilijkheden te identificeren en enkele oplossingen naar voor te schuiven.

Literatuurstudie

1. De private equity-markt

Het private equity-proces kan aanzien worden als een markt waar de krachten van vraag en aanbod op elkaar inspelen. Aan de aanbodzijde van dit verhaal staan de private equity-fondsen die zich wensen in te kopen in de aandelenstructuur van de desbetreffende familiebedrijven. De manier waarop een private equity-fonds is opgebouwd en op welke bedrijven de fondsen focussen worden verder bekeken. Aan de vraagzijde van dit verhaal staan de bedrijven die de mogelijkheid hebben investeerders toe te laten tot het maatschappelijk kapitaal van de onderneming. Er zal dieper ingegaan worden op een specifieke tak van bedrijven, de familiebedrijven. De kenmerken van familiebedrijven en redenen waarom dat zij wel of niet in private equity-processen zouden stappen worden hier bekeken.

1.1 De aanbodzijde van het private equity-proces:

Bij private equity bouwt een private equity-firma een investeringsfonds op waarin verschillende partners kunnen investeren. De personen die investeren in zo'n investeringsfonds worden limited partners genoemd. Deze limited partners bestaan meestal uit institutionele beleggers, pensioenfondsen en soms ook wel individuen die over een groot vermogen beschikken. Een andere persoon die ook nog in dit investeringsfonds investeert is de general partner. Zijn bijdrage bedraagt gemiddeld 1% van het totale fondsvermogen (Kaplan & Strömberg, 2009). Naast deze bijdragen van zowel limited als general partners, maakt een participatiemaatschappij, zoals een private-equity-fonds vaak wordt genoemd, ook gebruik van financiering via vreemd vermogen. Hierdoor beschikt de participatiemaatschappij over een grotere slagkracht waardoor het meer investeringen in een keer kan doen. Vreemd vermogen brengt echter ook een grotere druk om geslaagde investeringen te doen met zich mee. Om voldoende vreemd vermogen ter beschikking gesteld te krijgen is het opbouwen van een succesvol track-record van groot belang (Ligterink et al., 2017).

De general partner, die aan de leiding staat van het private equity-fonds, beslist in welke ventures en welk bedrag erin wordt geïnvesteerd. Deze beslissingsbevoegdheden kunnen echter wel gelimiteerd zijn door wat er in het fondsreglement of de convenanten, in samenspraak met de limited partners, is vastgelegd. Bij private equity wordt dit risicodragend vermogen geïnvesteerd in niet-beursgenoteerde ondernemingen meestal via een buy-out. Dit is een transactie waarbij de private equity-firma een meerderheids- of minderheidsbelang verkrijgt in een onderneming in ruil voor de inbreng van eigen vermogen. Een beëindiging van de samenwerking, ook wel een exit genoemd, gebeurt gemiddeld genomen tussen de vier en zeven jaar na het instappen van het private equity-fonds. Het moment en de manier waarop de exit plaatsvindt is vooraf vastgelegd door beide partijen (Ligterink et al., 2017). De doelstelling van een participatiemaatschappij is een zo hoog mogelijk rendement te halen op de investering. Zij zullen proberen de aandelen met een zo hoog mogelijke winst trachten door te verkopen. Daarom gaan de private equity-maatschappijen gericht op zoek naar bedrijven uit diverse sectoren met groeipotentieel. Bedrijven die niet optimaal gemanaged zijn en dus laaghangend fruit bevatten, zijn een interessant doelwit voor de participatiemaatschappijen.

Belangrijk om aan te geven is wel dat private equity-fondsen een zo professioneel mogelijke samenwerking favoriseren. Ze zullen in deze bedrijven proberen meerwaarde te creëren door de performantie van de geïnvesteerde bedrijven te verhogen (Grundström et al., 2012). Dit doen de private equity-fondsen door met hun mensen een actieve of passieve rol in te nemen in het management van het geïnvesteerde bedrijf. Met behulp van strategisch en of management gericht advies kunnen zij zo proberen de onderneming te doen groeien (Seet, 2010). De processen die vaak door private equity-investeerders worden verbeterd zijn de operationaliteit, de governance, de financial engineering en de toetreding tot nieuwe markten (Ligterink et al., 2017).

Deze intentie om meerwaarde te creëren in de geselecteerde bedrijven, door de participatiemaatschappij, wordt daarenboven nog eens versterkt door de vergoedingen die de limited en general partners opstrijken tijdens de levensduur van het investeringsfonds. Zo wordt de general partner meestal op drie manieren vergoed. Hij verdient ten eerste elk jaar een managementfee, deze wordt genomen als een vast percentage van het toegewezen kapitaal dat meestal tussen de een en twee procent ligt. Na verloop van tijd, als de investeringen worden gerealiseerd verdient hij een percentage van het geïnvesteerde kapitaal. Vervolgens verdient de general partner ook meer als het fonds meer winst maakt. Dit wordt de overgedragen rente genoemd en bedraagt bijna altijd twintig procent. Ten slotte worden door de general partners ook nog eens deal- en monitoringskosten aangerekend aan de geïnvesteerde bedrijven. Door deze manier van vergoeding worden de belangen en interesses tussen de limited partners en general partners zoveel mogelijk met elkaar gealigneerd (Kaplan & Strömberg, 2009). De limited partners verdienen een nettorendement op de investeringen, hiervan werden de gebruikelijke kosten en fee's in mindering gebracht. Dit nettorendement ligt gemiddeld gezien hoger dan dat van een gediversifieerde aandelenportefeuille. Dit maakt private equity een interessante vorm van investeren (Jegadeesh, Kräussl, & Pollet, 2015; Ligterink et al., 2017).

1.2 De vraagzijde van het private equity-proces:

Een interessante categorie van bedrijven voor private equity-fondsen zijn de familiebedrijven. Dit is de meest voorkomende vorm van bedrijven en wordt geacht twee derde van alle bestaande ondernemingen uit te maken (Zata Poutziouris, 2001). Zij staan voor een aangenaam niveau van risico doordat ze in de meeste gevallen al enkele generaties in de business actief zijn, een hoge toewijding naar het bedrijf toe vertonen en beschikken over geëngageerd human capital. Familiale ondernemingen worden ook aanzien als een goede kapitaalwaarborg (Bernard, 2014).

Familiebedrijven kijken over het algemeen meer naar lange termijn doelstellingen dan niet-familiebedrijven. Het *socio-emotional wealth* concept geeft aan dat familiebedrijven in bepaalde gevallen eerder non-economisch nut nastreven. Hierbij primeert de lange termijn gezondheid en zekerheid van het bedrijf vaak boven de kortetermijnwinsten en wordt er ook rekening gehouden met de reputatie van het bedrijf en de familie (Naldi, Cennamo, Corbetta, & Gomez-Mejia, 2013). Het is daarom ook belangrijk in het achterhoofd te houden dat deze ondernemingen vaak worden doorgegeven van de ene generatie op de andere. Daardoor onderscheiden familiebedrijven zich vaak door een hogere toewijding en vereenzelviging naar en met het bedrijf. Zo maken deze familieleden

soms meer persoonlijke opofferingen voor het bedrijf en vertonen ze eerder altruïstisch gedrag. Er kan dus met andere woorden gezegd worden dat bedrijfsmanagers van familiale ondernemingen meer intrinsiek gemotiveerd worden door hun familiale band. Zij focussen meer op de bedrijfsbelangen dan op persoonlijke interesses. (Cater & Schwab, 2008).

Familiebedrijven verschillen ook van niet-familiebedrijven op basis van hun adviseurs. Het management van een familiebedrijf is eerder geneigd de mening of het advies van hun persoonlijk netwerk te vragen alvorens andere personen geraadpleegd worden. Het persoonlijk netwerk bestaat meestal uit: familieleden, vrienden en gewaardeerde partners. Na deze personen geconsulteerd te hebben, die eerder dichtbij het bedrijf staan, zijn de meeste familiebedrijven pas geneigd om een beroep te doen op professionele adviseurs of consultancy-maatschappijen. De onderwerpen die vooral aan bod komen tijdens deze adviesgesprekken zijn: strategieformulering, planning, opvolging en conflicten oplossen. Als dit persoonlijk netwerk niet vertrouwd zou zijn met private equity, zou dit een negatief effect kunnen hebben op het private equity-proces van deze familiebedrijven. Indien in een vroeger stadium professionele adviseurs of consultancy-maatschappijen zouden gecontacteerd worden, zou misschien eerder het nut van private equity kunnen aangetoond worden (Schickinger et al., 2018).

De familiale ondernemingen hebben ook in de meeste gevallen een goede verstandhouding met hun stakeholders. Deze stakeholders kunnen onderverdeeld worden in twee groepen: de interne en de externe stakeholders. Onder interne stakeholders kunnen werknemers, managers, aandeelhouders of kortweg alle mensen die binnen het bedrijf met de onderneming betrokken zijn, worden verstaan (Thomas M. Zellweger, 2008). Werknemers in familiebedrijven zouden eerder bereid zijn om loonsverminderingen te accepteren en hun inspanningen te verhogen dan binnen niet-familiebedrijven. Redenen hiervoor zijn dat er een hoger loyaliteitsgevoel en betere sfeer heerst dan in niet-familiale ondernemingen. Familiebedrijven zijn ook minder geneigd om over te gaan tot ontslagen, ze hechten dus met andere woorden veel belang aan hun interne stakeholders. Familiebedrijven worden dus geacht gemiddeld over een hoger human capital te beschikken dan niet-familiebedrijven (Cater & Schwab, 2008). De resterende stakeholders, de externe stakeholders zijn belanghebbenden van buiten de onderneming. Voorbeelden hiervan zijn: klanten, leveranciers, overheden, omgeving... Hiermee houden familiebedrijven gemiddeld genomen meer rekening dan niet-familiebedrijven. Familiale ondernemingen kunnen conservatiever beschouwd worden in het behouden en aangaan van relaties met externe stakeholders (Cater & Schwab, 2008).

Omwille van het belang van volgende vier factoren of kenmerken van familiebedrijven, namelijk: lange termijn gerichte doelstellingen, adviseurs, stakeholders en reputatie, staan deze eerder negatief ten aanzien van private equity in vergelijking met niet-familiale ondernemingen. Daarom geven familiebedrijven liever de voorkeur aan interne financieringsopties, schulden en hybride securities zoals converteerbare obligaties, alvorens ze externe investeerders tot de aandelenstructuur toelaten (Schickinger et al., 2018). Private equity wordt door familiebedrijven vaak aanzien als de *last resort* (Tappeiner, Howorth, Achleitner, & Schraml, 2012; Zata Poutziouris, 2001). De combinatie tussen familiale eigendom en management zou ook een negatieve impact hebben op financiering via extern eigen vermogen (Wu, Chua, & Chrisman, 2007).

Er zijn echter wel al veel familiale ondernemingen in private equity-transacties gestapt. Daarom is het ook belangrijk te focussen op de positieve eigenschappen die deze transacties met zich mee kunnen brengen. Zo is private equity de ideale oplossing voor familiebedrijven die geen opvolging meer hebben naar de volgende generatie toe. De huidige manager is dan bereid de familiale onderneming niet meer verder te zetten en vindt in zijn familie geen mogelijke opvolger. Dit is een reden voor familiebedrijven om te kiezen voor private equity (Seet, 2010).

Ook wanneer er conflicten zijn tussen familieleden binnen de familiale onderneming is kiezen voor private equity een goede oplossing. De interesses van de familieleden worden dan tijdens het private equity-proces gelijkgesteld. Vervolgens kan zo het bedrijf verder opereren en trachten te groeien. De participatiemaatschappij kan dan de aandelen van de familieleden, die wensen te verkopen, terugkopen (Croce & Martí, 2016). Een andere grote motivator voor familiebedrijven om voor externe eigen vermogen financiering te kiezen is natuurlijk groei. Om deze groei mogelijk te maken via strategisch gericht advies, management, governance en technische expertise alsook extra financiële flexibiliteit is private equity-financiering een goede keuze. Met deze extra financiële middelen kunnen zo, indien gewenst en mogelijk, expansies, internationalisatie, nieuwe product- of marktontwikkelingen plaatsvinden (Schickinger et al., 2018).

2. Moeilijkheden en problemen tijdens het private equity-proces

Het private equity-proces is een proces dat zeer uitgestrekt is en een heel aantal weloverwogen beslissingen vereist. Daarom wordt dit proces opgesplitst in drie fasen: de pre-deal fase, de deal fase en de post-deal fase (Schickinger et al., 2018). Tijdens deze drie stappen treden er bepaalde moeilijkheden op die het private equity-proces complexer maken. Deze worden in deze sectie, naargelang in welke desbetreffende fasen van het proces deze kunnen voorkomen, besproken.

2.1 De pre-deal fase:

De pre-deal fase begint waarbij dat het familiebedrijf eraan denkt of de nood erkent van bijkomende financiering voor het bedrijf. Deze pre-deal fase kan ook van start gaan langs de kant van de private equity-maatschappij. Hierbij start de participatiemaatschappij met het verzamelen van info over het desbetreffende familiebedrijf. De pre-deal fase wordt beëindigd wanneer de private equity-maatschappij en het familiebedrijf voor de eerste keer contact met elkaar opnemen (Zata Poutziouris, 2001).

Wanneer de manager van het familiebedrijf de financieringsbehoefte uitgewerkt heeft, gaat hij uitkijken naar de verschillende financieringsopties. In sommige gevallen weet de manager niet wat private equity is. Hij begrijpt met andere woorden niet wat de private equity-industrie allemaal inhoudt en met zich mee brengt. Er is in het algemeen bij managers weinig geweten over de investeringscriteria van de private equity-investeerders en de private equity-markt (Seet, 2010). Veel bedrijven staan dus al van het begin weigerachtig ten aanzien van private equity omdat ze te weinig kennis hieromtrent hebben. Ook na verder onderzoek voelen ze zich vaak niet comfortabel

bij de deal structures van private equity en begrijpen ze nog altijd niet goed wat bijvoorbeeld een exit van een private equity-investeerder precies inhoudt. Hierdoor haken sommige bedrijven al in dit stadium van het proces af en leggen ze de financieringsoptie private equity al langs zich neer vooraleer ze effectief weten wat het precies met zich mee brengt. De managers van familiebedrijven staan door dit gebrek aan kennis ook vaak al negatief tegenover het discussiëren van financiën met derden. Hiermee kunnen adviseurs en potentiële investeerders bedoeld worden. Dit gebrek aan kennis omtrent alles rond private equity wordt gedefinieerd als een *knowledge gap*. Er ontstaat als het ware een hoge drempel in effectieve communicatie tussen familiebedrijven en private equity-investeerders (Seet, 2010).

Indien de manager van het familiebedrijf toch voldoende kennis heeft over het private equity-proces kan er tijdens de pre-deal fase nog een andere soort moeilijkheid optreden. In sommige gevallen kan het ook zijn dat managers van familiebedrijven weinig sympathie hebben naar private equity toe. Bepaalde eigenaars van familiebedrijven houden gewoonweg niet van private equity (Gallo & Vilaseca, 1996). Ze zijn er vaak tegen omdat ze er ten eerste geen ervaring mee hebben en ten tweede zich ook minder comfortabel voelen bij de deal structuren (Zata Poutziouris, 2001). Deze moeilijkheid verhindert vaak dat er contact gezocht wordt tussen het familiebedrijf en het private equity-fonds. Dit *empathy gap* kan dus in de pre-deal fase optreden, maar ook verderop in het private equity-proces.

2.2 De deal fase:

De tweede fase in het private equity-proces is de deal fase. In deze stap zitten alle handelingen en gesprekken vevat die plaatsvinden tijdens het eerste contact tussen het familiebedrijf en het private equity-fonds tot de finale ondertekening en het afsluiten van de transactie (Schickinger et al., 2018). Binnen deze fase horen ook de onderhandelingen die kunnen leiden tot een private equity-transactie. Hierin zijn de prijszetting aspecten en het onderhandelingsgedrag van beide partijen van groot belang (Artinger, Vulkan, & Shem-Tov, 2015).

Vooraleer de onderhandelingen opgestart worden vinden er eerst enkele afspraken plaats tussen de aandeelhouders of managers van het familiebedrijf en het private equity-fonds. Hier moet er een wederzijds vertrouwen worden opgebouwd en moet het private equity-fonds de mensen van het familiebedrijf overhalen om met hen samen te werken. De personen van de participatiemaatschappij dienen hier aan te tonen dat zij over voldoende kennis van de business van het familiebedrijf beschikken om deze te doen groeien. Ook hier is het aantonen van een succesvol track-record in dezelfde industrie een pluspunt voor de participatiemaatschappij (Ligterink et al., 2017). Het private equity-fonds probeert hier het vertrouwen te winnen van het familiebedrijf voor zowel te kiezen voor het fonds als voor private equity-financiering. Er moet ervoor gezorgd worden dat de personen van het familiebedrijf zich comfortabel voelen bij de investeerders alsook de deal structures. Ook in deze fase, tussen het eerste contact en de effectieve onderhandelingen van het private equity-proces, kan er dus een *empathy gap* optreden. Dit kan uiteraard een negatieve impact hebben op het verdere verloop van de gesprekken (Caselli & Negri, 2018).

Een volgend aspect dat tijdens de deal fase aan bod komt zijn de waardering en prijszetting van het familiebedrijf (Schickinger et al., 2018). De participatiemaatschappij voert langs haar kant een waardering door van het familiebedrijf waarin zij wensen te investeren. Afhankelijk van deze waardering en wat in het fondsreglement is vastgelegd zal dan worden bepaald hoeveel ze wensen te investeren in het bedrijf. In dit fondsreglement wordt namelijk ook al besproken wat de minimuminvestering moet zijn waaraan de general partner zich moet houden (Ligterink et al., 2017). Belangrijk om ook te weten is dat bepaalde private equity-fondsen een minderheids- boven een meerderheidsparticipatie favoriseren of omgekeerd. Ook dit heeft dus een invloed op het bedrag dat zij wensen te investeren (Manigart, T., & O., 2011). Langs de zijde van het familiebedrijf hopen zij natuurlijk dat hun bedrijf zo hoog mogelijk wordt gewaardeerd. Zij hechten immers ook een hoge emotionele waarde aan de financiële waarde die dient besproken te worden (Ligterink et al., 2017). Wanneer er dus een verschil is tussen het bedrag dat het private equity-fonds wenst te investeren en de investeringsbehoefte van het familiebedrijf, spreken we van een *finance gap*. Zo is vaak het bedrag dat private equity-fondsen wensen te investeren te hoog voor kleine of middelgrote familiebedrijven (Seet, 2010). Dit *finance gap* maakt de onderhandelingen om er een geslaagde private equity-transactie van te maken niet makkelijker op.

In de onderhandelingen zal ook aan bod komen op welke manier de participatiemaatschappij zal trachten om het familiebedrijf te doen groeien. Operationele verbeteringen, herziening van de strategische focus, governance structuurversterkingen en veranderende marktinzichten zijn bronnen die vaak door investeerders binnen private equity worden aangepakt (Ligterink et al., 2017). Managers binnen familiebedrijven zijn op deze gebieden wat conservatiever ingesteld, zegt de *stewardship-theory*. Ze hebben een sterke emotionele aantrekking naar het bedrijf toe wat ook aangegeven wordt door de *socio-emotional wealth* theorie. Dit maakt het aanbrengen van veranderingen moeilijker binnen familiebedrijven. Ze zijn immers ook begaan met wat er zal gebeuren met het familiebedrijf nadat de private equity-investeerders zijn uitgestapt. Familiebedrijven zijn op dat gebied meer gericht op wat er op de lange termijn zal gebeuren, daar waar investeerders eerder naar de korte termijn kijken. Wanneer de managers van familiebedrijven en de investeerders in deze opzichten niet naar elkaar toegroeien of een overeenstemming vinden in het plan van aanpak zullen er moeilijkheden optreden tijdens de onderhandelingen van het private equity-proces (Miller, Minichilli, & Corbetta, 2013; Molly et al., 2018).

Een laatste probleem dat voor het afsluiten van de deal kan voorkomen is asymmetrische informatie. Dit treedt op wanneer er een informatieverschil is tussen de beide partijen. Hierbij weet een partij, meestal het familiebedrijf, meer dan de andere partij. Een voorbeeld van asymmetrische informatie kan zijn wanneer het familiebedrijf privéinformatie heeft van opkomende rechtszaken. Wanneer het familiebedrijf deze kennis niet deelt met de participatiemaatschappij ontstaat er asymmetrische informatie. Dit zou eerder voordelig kunnen zijn voor het familiebedrijf op de korte termijn. Maar zeker op de langere termijn zou dit voor negatieve gevolgen kunnen zorgen. Om het achterhouden van deze informatie te voorkomen dient er in de tussentijd al veel vertrouwen te zijn opgebouwd en op een open manier te worden gecommuniceerd (Howorth, Westhead, & Wright, 2004). Het opbouwen van gedeelde lange termijn interesses en gemeenschappelijke doelen vergemakkelijken

de onderhandelingen en werken asymmetrische informatie alleen maar tegen (Schickinger et al., 2018).

2.3 De post-deal fase:

De laatste fase van het private equity-proces is de post-deal fase. Deze fase strekt zich uit over de periode die start bij het ondertekenen van de deal en eindigt bij het uitstappen van de participatiemaatschappij uit het familiebedrijf, de exit genaamd (Schickinger et al., 2018). Na het tekenen van de deal stapt het private equity-fonds in de onderneming. Het toetreden tot het maatschappelijk kapitaal gebeurt met een buy-out transactie. Deze kan op verschillende manieren worden uitgevoerd waarvan de management buy-out, de management buy-in en de leverage buy-out de meest voorkomende zijn (S. Manigart, Vanacker, & Witmeur, 2011). De post-deal fase wordt beëindigd wanneer de participatiemaatschappij uit de onderneming stapt en hun verworven aandelen terug tracht te verkopen. De exit-routes die de voorkeur van beide partijen dragen en de timing ervan zijn vaak al tijdens de onderhandelingen besproken en in de mate van het mogelijke vastgelegd. De gekozen vorm van exit is afhankelijk van een aantal factoren zoals de evolutie van de onderneming, de marktfactoren en de trends (Molly et al., 2018). De meest gekozen exit-routes zijn de verkoop van het bedrijf aan een andere onderneming, een nieuwe buy-out, dit wordt ook wel een secondary buy-out genoemd, een IPO... (Manigart et al., 2011). In een aantal gevallen kan een private equity transactie ook vroeger worden stopgezet door middel van een vervroegde exit. Dit komt enkel in beperkte gevallen voor, bijvoorbeeld wanneer er conflicten optreden die onoverbrugbaar zijn of als er geen verdere waarde kan worden gecreëerd (Molly et al., 2018). In zes procent van de gevallen eindigt een private equity-transactie ook in een faillissement van het geïnvesteerde bedrijf (Kaplan & Strömberg, 2009).

Tijdens de post-deal fase gaan het familiebedrijf en de participatiemaatschappij proberen samen te werken om voldoende meerwaarde te creëren. Het private equity-fonds zal trachten met behulp van management- of strategisch gericht advies de operationaliteit van het bedrijf te verbeteren. Zo wordt er in sommige gevallen door de investeerders aangeraden de rollen van sommige stakeholders te veranderen of zelfs ervan afscheid te nemen. Er wordt zelfs gesteld dat private equity in sommige gevallen een negatief effect heeft op de werkgelegenheid in de eerste jaren na de buy-out. Dit treedt vooral op wanneer er serieuze herstructureringen in het bedrijf dienen doorgevoerd te worden. Om de efficiëntie van de onderneming te verhogen wordt zo in bestaande banen gesnoeid. In de daarop volgende jaren wordt dit evenwicht echter wel terug hersteld en uiteindelijk leidt private equity toch meestal tot een groei van het aantal tewerkgestelde personen (Boucly, Sraer, & Thesmar, 2011; Wright et al., 2014). Deze beslissing om over te gaan tot ontslagen heeft vaak een invloed op de *socio-emotional wealth* van de manager van het familiebedrijf. Binnen deze bedrijven wordt veel rekening gehouden met het non-economisch nut dat door de eigendomspositie van de familie wordt nagestreefd. Zo wordt er veel belang gehecht aan hun reputatie en de onderlinge relatie met hun stakeholders. Daardoor staan managers van familiebedrijven eerder negatief ten opzichte van zulke ontslagen en kan dit enigszins leiden tot moeilijkheden in de relatie met het investeringsfonds (Schickinger et al., 2018).

Ook in deze post-deal fase is de *stewardship-theory* van toepassing. Managers van familiebedrijven zullen vaak overtuigd moeten worden door de participatiemaatschappij om bepaalde veranderingen in zowel de structuur, de strategie als het operationele niveau door te voeren (Ligterink et al., 2017). Verschillende doelen en interesses zullen hier aangepakt en gelijkgesteld dienen te worden om een kwaliteitsvolle samenwerking verder te zetten. De beslissing om voor een bepaalde exitstrategie te kiezen is in sommige gevallen een onderwerp waarover beide partijen een andere voorkeur hebben (Jenkinson & Sousa, 2015). Een goede overeenstemming hierin vinden is vooral belangrijk om tegemoet te komen aan de eerder lange termijn gerichte visie van het familiebedrijf en de eerder korte termijn visie van het private equity-fonds (Cater & Schwab, 2008). Zo zullen dus om deze verschillende doelen van beide actoren te verwezenlijken bepaalde agency problemen uit de weg dienen te worden geruimd. Managers zullen dan in het dagelijks bestuur, indien zij dit nog in handen hebben, rekening moeten houden met de interesses en belangen van de investeerders (Schickinger et al., 2018).

3. Oplossingen voor de problemen en moeilijkheden

Om het private equity-proces vlotter en beter te laten verlopen kunnen door verschillende partijen acties worden ondernomen om bepaalde problemen of moeilijkheden weg te werken. Dit initiatief hoeft niet enkel uit te gaan van de betrokken partijen maar kan ook vanuit het regelgevend kader voorzien worden.

3.1 Rol van de overheid:

Om bepaalde problemen, die zich in de pre-deal fase voordoen, op te lossen bestaan er enkele oplossingen. Daar private equity-transacties over het algemeen zorgen voor een toenemende werkgelegenheid is ook de overheid betrokken in dit proces. Zo zou er op fiscaal vlak een tegemoetkoming gegeven kunnen worden zodat investeringen in niet beursgenoteerde ondernemingen aangemoedigd worden. (Zata Poutziouris, 2001). Met dit soort maatregelen zouden potentiële *empathy* en *finance gaps* verhinderd kunnen worden. Ook door het voeren van promoties omtrent extern eigen vermogen financiering zouden veel mensen hieromtrent kennis kunnen opdoen en ermee vertrouwd geraken. Door dit te doen zouden mogelijke *knowledge* en *empathy gaps* aangepakt kunnen worden.

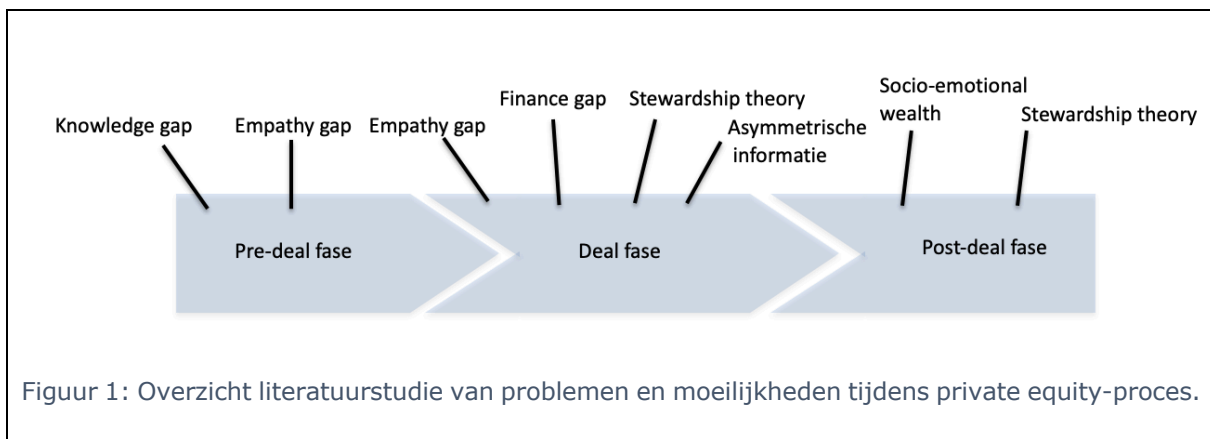
3.2 Aanblijven familiale manager:

Informatie asymmetrie, dat vooral optreedt in de deal fase, kan ook op een bepaalde manier worden tegengewerkt. Hiervoor werkt het aanblijven van de oorspronkelijke eigenaar bevorderend voor de samenwerking. Er zouden zo minder conflicten in het bedrijf optreden en het zou ook leiden tot een gemakkelijkere kennisoverdracht naar het nieuwe management (Wright, Renneboog, Simons, & Scholes, 2006). Een alternatieve oplossing is het aanblijven van een of meerdere leden van de familie van het familiebedrijf na de overname als adviseur of ambassadeur indien een plaats in het

management niet mogelijk is (Ehrhardt & Nowak, 2003). Zo wordt er ook een positief signaal gegeven aan de verschillende stakeholders.

3.3 Ondersteuning:

Een laatste oplossing is er een die vooral gericht is op de familiebedrijven. Deze zouden zich kunnen laten bijstaan door adviseurs die hen kunnen helpen te begrijpen wat private equity is en uit te leggen wat het voor hen allemaal inhoudt. Deze adviseurs zouden hen kunnen begeleiden doorheen het hele private equity-proces en alle soorten van moeilijkheden of problemen samen met hen aanpakken (Strike, 2013).



Figuur 1: Overzicht literatuurstudie van problemen en moeilijkheden tijdens private equity-proces.

Er kunnen tijdens de fasen van het private equity-proces dus met andere woorden verschillende problemen of moeilijkheden optreden. Tijdens de pre-deal fase, voorafgaand aan het eerste contact tussen beide partijen, kan zowel een *empathy* als een *knowledge gap* optreden. In de deal fase kunnen *empathy* en *finance gaps* als moeilijkheden optreden terwijl hier ook de *stewardship-theory* en asymmetrische informatie een invloed kunnen hebben op het private equity-proces. Tijdens de post-deal fase, de periode tussen het ondertekenen van de deal en het uitstappen van het private equity-fonds, spelen de *socio-emotional wealth* en *stewardship-theory* van het familiebedrijf ook een rol in het private equity-proces. De vragen die in deze studie gesteld worden zijn: Zijn deze problemen ook van toepassing in de Belgische private equity markt? Spelen deze moeilijkheden een rol in het kiezen voor private equity of de relatie met het private equity-fonds? Treden er nog andere moeilijkheden op tijdens het private equity-proces in België? Welke oplossingen kunnen deze problemen of moeilijkheden aanpakken?

Gebruikte onderzoeksmethode:

1. Kwalitatief onderzoek

Voor dit onderzoek werd er een kwalitatieve onderzoeksbenadering gehanteerd. Via deze methode, met behulp van interviews, konden de ervaringen en de verschillende stappen binnen het private equity-proces het best bevraagd worden. Er werd zo op een uitgebreide manier de samenwerking en verstandhouding tussen managers van familiale ondernemingen en de private equity-industrie bekeken (Tappeiner et al., 2012). Dit gebeurde met behulp van semigestructureerde diepte-interviews in casestudies waardoor de geïnterviewden vrijuit konden spreken en zo hun ervaringen delen. Zo kon er in diepte onderzocht worden welke moeilijkheden voor problemen zorgden en op welke manier. Deze methode leunde goed aan met wat wenste onderzocht te worden: inzicht krijgen in de moeilijkheden, problemen en mogelijkheden tijdens private equity-processen in familiale ondernemingen in België (Janssens & Zaroni, 2005; Sekaran & Bougie, 2016).

2. Data verzameling

Er werd gefocust op de vraagzijde van de private equity-markt waardoor werd toegespitst op de familiale ondernemingen. Managers van familiale ondernemingen wiens bedrijf gangbaar is voor private equity werden geïnterviewd. De gangbaarheid voor private equity was vooral gebaseerd op de sector, bedrijfsactiviteit en de grootte van het personeelsbestand van de onderneming. Om geschikte respondenten te vinden werd er eerst binnen het persoonlijk netwerk gekeken. Omwille van de complexiteit aan voorwaarden voor de respondenten werd vervolgens gebruik gemaakt van tussenpersonen om valabele personen te vinden. Via contactpersonen van het persoonlijk netwerk en de promotor van dit onderzoek werden deskundigen in de industrie gevonden. Met de hulp van deze laatstgenoemden werden de respondenten via mail gecontacteerd om het interview te regelen. Binnen dit respondentenkader werd er op enige vorm van heterogeniteit op basis van de actieve sectoren gefocust. Met het zoeken naar respondenten werd ook rekening gehouden met de sneeuwbalmethode. Zo werd er altijd aan de respondenten gevraagd of zij niet nog geschikte personen kenden die wensten mee te werken aan het onderzoek (Siggelkow, 2007). Nadat enkele casestudies afgenomen en geanalyseerd waren, werd tot de vaststelling gekomen dat enkele inzichten langs investeerderskant ook interessant konden zijn voor dit onderzoek. Een van de eerder vermelde deskundigen, die met veel familiebedrijven in private equity-transacties samenwerkt, werd daarom gecontacteerd voor een interview. Hij kon belangrijke inzichten toevoegen door aan te geven waar de familiebedrijven aandacht aan gaven of meer terughoudend over waren tijdens het private equity-proces. Ook konden bepaalde problemen die eerder gevoelig liggen langs de vraagzijde, zoals het *finance gap* en de asymmetrische informatie, op een meer open manier bevraagd worden. Een interview kon telefonisch of persoonlijk worden afgenomen, naargelang de voorkeur van de respondent. De respondenten werden volledige confidentialiteit gegarandeerd. Dit komt omwille van de sensitiviteit en de specifieke aard van het bevraagde onderwerp.

| Case study | Geslacht | Bedrijfsactiviteit | Vestiging (Regio klantenbestand) | Eindfase private equity-proces | Aanbod- of vraagzijde |
|------------|----------|---------------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|-----------------------|
| FB1 | Man | Online apotheek | Limburg (wereldwijd) | Deal | Vraagzijde |
| FB2 | Man | Verkoop machines en werktuigen | Antwerpen (Benelux) | Post-deal | Vraagzijde |
| FB3 | Vrouw | Webportalen, gegevensverwerking en bedrijfsbeheer | Vlaams-Brabant (België) | Post-deal | Vraagzijde |
| I1 | Man | Private equity | Vlaams-Brabant (Benelux) | Post-deal | Aanbodzijde |
| FB4 | Man | Transmissietechnologie | West-Vlaanderen (wereldwijd) | Deal | Vraagzijde |
| FB5 | Man | Geavanceerde fietstechnologie | West-Vlaanderen (wereldwijd) | Post-deal | Vraagzijde |
| FB6 | Man | Bouw | West-Vlaanderen (Benelux) | Pre-deal | Vraagzijde |
| FB7 | Vrouw | Bewerking metalen en houten producten | Limburg (Benelux) | Pre-deal | Vraagzijde |

Tabel 1: Overzicht respondenten

Elk interview startte met een dankwoord gericht aan de respondent voor zijn deelname. Ook werd gevraagd of hij of zij ermee instemden om het interview te mogen opnemen om verdere verwerking te vergemakkelijken. Dit werd in alle gevallen goedgekeurd. Vervolgens werd een korte inleiding gegeven over wat in dit onderzoek onderzocht wordt en waarom dat zij als respondent werden gekozen. Hierna volgden enkele inleidende vragen zoals of de respondent vertrouwd was met private equity of dat zij eens de groei van hun bedrijf kort wouden uitleggen. Daarna werden de moeilijkheden of problemen die uit de literatuur naar voren kwamen bevroegd. Dit gebeurde met verschillende vragen zoals in welke mate hebben uw lange termijn gerichte doelstellingen een invloed op uw aanzien of onderhandelingsgedrag ten aanzien van private equity, dat toch eerder op de korte termijn gericht is. Naargelang de antwoorden van de respondent konden hier de *stewardship theory* en *socio-emotional wealth* theorie in teruggevonden worden. Ook de andere vier geïdentificeerde problemen werden op een gelijkaardige manier onderzocht. Daarna werd gevraagd met wie dat zij contact opnamen indien zij vragen hadden omtrent dit private equity-proces. Ten slotte werd de vraag gesteld of zij nog andere problemen bemerkten binnen dit proces en of ze misschien nog enkele oplossingen hadden voor enkele van de besproken problemen. Aan het einde van het interview werd de respondent hartelijk bedankt voor de medewerking en nogmaals de confidentialiteit gegarandeerd. Nadat er in totaal acht interviews waren afgenomen werd besloten verder geen bijkomende interviews meer af te nemen. Dit werd gedaan omdat werd opgemerkt dat

het saturatiepunt was bereikt. Dit is het moment waar er nog maar beperkte nieuwe data wordt verkregen. Dit wordt meestal bereikt na tien cases (Suddaby, 2006).

3. Data-analyse

De respondenten werden voor de verwerking startte een afkorting en bijbehorend nummer gegeven om verdere verwerking van hun gegevens te vereenvoudigen (Molly et al., 2018). De FB en I staan respectievelijk voor familiebedrijf en investeerder gevolgd door een nummer. Zo kon ook de anonimiteit gegarandeerd blijven. Daarna volgde de analyse van de data met het transcriberen van de interviews. Dit werd vergemakkelijkt doordat de interviews waren opgenomen. Vervolgens werd een codeboom opgesteld op basis van theoretische codering waarbij dat de relevante problemen en andere onderwerpen, die uit de literatuur naar voren kwamen, een code kregen toegewezen (Auerbach & Silverstein, 2003). Voorbeelden van deze codes zijn: *socio-emotional wealth*, *knowledge gap*, *adviseurs*, *oplossingen*... Daarna werd het onderscheid tussen deze verschillende codes gemaakt met behulp van een kleur of markering. Zo konden ook de stukken tekst uit de transcripties in deze kleur of markering worden omgezet waardoor in de resultaatverwerking snel naar het desbetreffende onderwerp kon worden teruggegrepen.

| |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Knowledge gap – Empathy gap – Finance gap – Socio-emotional wealth – Stakeholder perspectief – Agency problemen – asymmetrische informatie – stewardship theory – voorkeur financieringsmethodes – Adviseurs – Contact private equity – oplossingen – Andere financieringsmethodes - netwerk |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Tabel 2: Codeboom

Resultaten

1. Pre-deal fase

1.1 Kennis:

Vooraleer een private equity-transactie op gang kan worden gezet is het nodig dat de managers van familiale ondernemingen private equity kennen. Er werd nagegaan of managers van familiale ondernemingen door een *knowledge gap* minder snel geneigd zijn voor private equity te kiezen of er voor open te staan. Drie van de acht managers kenden private equity echter nog niet of hadden er zelfs nog nooit van gehoord vooraleer ze er met hun bedrijf mee in aanraking kwamen (FB3, FB6, FB7). Volgens FB3 was haar kennismaking met private equity opmerkelijk:

“Ik kende daar dus totaal niets van hé en dan zijn ze dat op een bord beginnen uitleggen.

En toen ze klaar waren dacht ik werkelijk: Dit is exact wat wij nodig hebben!” (FB3)

Twee managers die private equity wel al kenden hadden deze kennis vergaard tijdens hun economische opleiding (FB2, I1). Anderen waren er in hun professionele loopbaan mee in contact gekomen (FB1, FB4, FB5). Door het feit dat de managers private equity niet kenden gaven ze aan dat ze makkelijker teruggrepen naar andere, meer vertrouwde financieringsmethodes zoals schulden, hybride securities en interne financieringsopties (FB1, FB6, FB7).

1.2 Ondersteuning:

Partijen die in dit probleem van onwetendheid in verband met private equity een rol zouden kunnen spelen zijn de adviseurs en het netwerk van de manager. Specifieke adviseurs in het domein van private equity bieden hierin de meest gedetailleerde informatie (FB3, FB5). Het is ook best dat deze adviseurs door de ondernemingen worden ingeschakeld en ook betaald zodat ze aan hun kant staan in dit proces. Zo kunnen zij dan op de best mogelijke manier advies geven aan de familiale ondernemingen (FB3, I1, FB4, FB5). Een adviseur die telkens terugkomt en vaak als eerste vertrouwenspersoon binnen de familiale ondernemingen wordt aanzien is de boekhouder (FB2, FB6, FB7). Deze dient hier echter wel goed van op de hoogte te zijn om waardevol advies te kunnen verlenen. Wat ook opmerkelijk is dat, bij familiale ondernemingen waar private equity al gekend is, toch in sommige gevallen nog het idee om over private equity beginnen na te denken moet komen van een adviseur of boekhouder (FB2, FB5). Zo getuigde FB2:

“Ik ben in een private equity-transactie gestapt nadat mijn accountant mij dat had aangeraden, terwijl ik private equity al jaren kende. Ik wist niet dat het interessant kon zijn voor ons bedrijf. ” (FB2)

1.3 Vertrouwen:

Wanneer dat de familiebedrijven private equity kenden werd er toch nog om een bepaalde reden getwijfeld om met participatiemaatschappijen in gesprek te gaan. Tijdens de interviews werd bevraagd of een *empathy gap* een reden was om niet met private equity-fondsen de gesprekken op te starten. Sommige managers van familiale ondernemingen houden niet van private equity, ze willen met andere woorden geen investeerders in hun kapitaal (FB1, FB3, FB7). Zo verduidelijkte ook FB3:

“Voor mij was het heel eenvoudig, ik doe een overname met een industriële partner en hier zijn mijn sleutels, 100%. Doe maar wat je wil maar nooit private equity. Nooit iemand in mijn kapitaal.” (FB3)

Een andere reden waarom familiebedrijven weigerachtig ten aanzien van private equity kunnen staan is het geloof dat deze investeerders hen geen meerwaarde kunnen bieden (FB6, FB7). Ze zijn in dit geval van mening dat investeerders te weinig inzicht hebben in hun business om echt voldoende bijdragen te kunnen leveren. Sommige leidinggevenden die zeer vertrouwd zijn met de private equity-industrie staan ook weigerachtig ten aanzien van bepaalde fondsen waardoor zij nooit met hen in gesprek zullen gaan. De termijn van de investering, de deal structuren waarvoor bepaalde fondsen gekend staan en de aard van het fonds zijn hiervan de aangegeven redenen (FB4, FB5). Ook bij deze problemen bieden gespecialiseerde adviseurs goede oplossingen door uit te leggen wat positief kan zijn in dit verhaal voor de familiebedrijven (FB3, FB5, FB6).

2. Deal fase

2.1 Vertrouwen:

Nadat het eerste contact tussen de familiale ondernemingen en het private equity-fonds heeft plaatsgevonden blijken er nog andere moeilijkheden op te treden. Aan de respondenten werd gevraagd of een *empathy gap*, in deze fase van het proces, het verdere verloop van de deal zou kunnen tegenhouden. Er werd aangehaald dat het heel belangrijk is om een goede match te vinden tussen de onderneming en het investeringsfonds. De voorkeuren van beide partijen, zoals het belangenpercentage dat verkocht wordt of de plannen over wat het verdere doel van de onderneming is, zullen moeten worden gelijkgesteld (FB1, FB2, FB3, FB5, FB6). Ook werd aangegeven dat deze gesprekken en onderhandelingen zeer intensief verlopen en dat er veel gepraat wordt om tot een overeenstemming te komen. Bij sommigen duren deze onderhandelingsperiodes zelfs meer dan een jaar (FB2, FB5). FB2 gaf aan hoe uitgebreid deze onderhandelingen bij hen verlopen zijn:

“Het is ook goed om te weten dat de gesprekken die we met het fonds gevoerd hebben voordat zij instapten een jaar geduurd hebben. Dit was een zeer intensieve due-dilligence waarbij we elkaar veel beter leerden kennen. Ik kan niet genoeg benadrukken hoe belangrijk het is om hier een goede klik te hebben.” (FB2)

Door enkele managers werd zelfs aangegeven dat dit voor hen het belangrijkste moment was in het hele private equity-proces (FB2, FB3). FB2 verklaarde zo:

“Private equity heeft niet zozeer met geld te maken, zoals iedereen denkt, maar met echt de klik met de mensen van het fonds hebben.” (FB2)

Bij de respondenten werd er dus ook echter soms geen deal gevormd met bepaalde fondsen omdat er geen overeenstemming met hen werd gevonden, er was dus met andere woorden geen match (FB1, FB2, FB3, FB4).

2.2 Prijszetting en waardering:

Een ander belangrijk aspect tijdens de onderhandelingen in een private equity-proces is de onderhandeling omtrent de prijs van de transactie. Hierdoor werd bevraagd of een *finance gap* een reden is om de private equity-transactie niet verder te zetten. Enkele van de bevraagde familiebedrijven zochten een financiering die de maximum investering van de Belgische markt

overschreed. Hierdoor waren zij genoodzaakt wanneer zij voor private equity zouden kiezen naar de eerder onbekende internationale markt te gaan. Hier is het volgens hen moeilijker om de juiste partner te vinden zowel op prijsniveau als op niveau van samenwerking (FB1, FB4). Andere managers van familiebedrijven hadden het, in tegendeel tot de vorige groep, makkelijk met het vinden van het juiste fonds op gebied van prijs (FB2, FB3). FB3 zei zo:

“Alle vijf geïnteresseerde fondsen gingen allemaal tot dezelfde limiet en gaven bijna allemaal dezelfde waardering, daarop ging het dus niet gespeeld worden.” (FB3)

Het prijsaspect is toch voor een aantal managers heel belangrijk.

“Een juiste prijs is voor ons toch belangrijk, wij verkopen immers maar een keer”, verklaarde FB7. (FB7)

Dit gegeven werd vanuit alle geïnterviewde familiebedrijven bevestigd (FB1, FB2, FB3, FB4, FB5, FB6, FB7). Een belangrijk inzicht dat hier nog aan toegevoegd moet worden is afkomstig van de aanbodzijde. Participatiemaatschappijen hebben een bepaald investeringsgebied waarbinnen zij investeren. Indien zij met een bedrijf aan de onderhandelingen beginnen en merken dat het bedrijf op gebied van ondernemingswaarde niet binnen hun vereisten valt, beëindigen zij op dat moment de onderhandelingen. Het bedrijf wordt dan ook niet doorverwezen naar een andere participatiemaatschappij die wel interessant is voor hen. Zo hebben veel bedrijven zonder de juiste begeleiding het moeilijk om een geschikte investeringspartner te vinden (I1, FB1, FB5).

2.3 Korte versus lange termijnvisie:

Participatiemaatschappijen zijn er ook op gericht op relatief korte termijn, gemiddeld genomen na vijf tot acht jaar, hun investering in het bedrijf te verkopen. Dit is vaak niet de tijdshorizon die familiebedrijven voor ogen hebben. Daarom werd bij hen nagegaan of dit verschil in termijn doelstellingen, die door de *stewardship theory* uit de theorie naar voren kwam, het verdere verloop van de private equity-transactie in gevaar zou kunnen brengen. De familiebedrijven zoeken eerder een partner voor op de langere termijn (FB2, FB4, FB5, FB6). FB6 gaf hierbij het volgende aan:

“Wij zijn al verschillende generaties bezig met ondernemen in onze familie en dat is enkel gekomen door op de lange termijn te focussen en die focus daarop te houden. Dat werd dus ook bij elke generatieoverdracht geregeld en dus die tijdslijnen van vijf tot acht jaar zijn voor ons totaal niet relevant.” (FB6)

Bij de bedrijven waar de buy-out al heeft plaatsgevonden is de kortetermijnvisie van de participatiemaatschappijen ook duidelijk geworden.

“Zij willen maar investeren, investeren en dat is voor ons niet makkelijk. Wij moeten ze hierin soms wat temperen”, verklaarde FB2. (FB2)

Voor sommige bedrijven is de kortetermijnvisie van de private equity-fondsen het grote struikelblok om voor private equity te kiezen als financieringsvorm (FB6, FB7).

2.4 Open communicatie:

Het achterhouden van informatie is bij de geïnterviewde bedrijven nooit gebeurd volgens hen. Dit bleek toen er gevraagd werd of asymmetrische informatie tijdens de onderhandelingen de verdere samenwerking met de participatiemaatschappij zou kunnen beëindigen. Ze vermelden wel dat

wanneer je druk op zoek bent naar een geschikte overnamepartner, je soms de neiging hebt de situatie wat beter voor te stellen dan dat ze in werkelijkheid is (FB1, FB5). Door de investeringsmaatschappij werd ook bevestigd dat na het instappen in sommige bedrijven ze soms nog voor verrassingen komen te staan die voordien niet gecommuniceerd waren (I1).

3. Post-deal fase

3.1 Stakeholders:

Nadat de participatiemaatschappij in de vermogensstructuur van de familiale onderneming ingestapt is wordt door hen vooral de focus gelegd op het creëren van meerwaarde. Het creëren van deze meerwaarde gebeurt op verschillende manieren. Dit kan verschuivingen of bezorgdheden binnen personeel, leveranciers en andere stakeholders met zich mee brengen. Daarom werd bevraagd of de *socio-emotional wealth* theorie een effect heeft op de verdere samenwerking tussen beide partijen in het proces. Betreffende het personeel werd gezegd dat indien het familiebedrijf zou moeten overgaan tot ontslagen, er daar een duidelijke reden voor zou moeten zijn (FB2, FB6, FB7). Zo vatte FB6 ook nog even het belang van zijn personeel samen:

“Je hebt bij ons ook dat de zaakvoerder de eigenaar is, die staat ook tussen zijn mensen, die kent zijn mensen. Die zit ook tussen zijn medewerkers in zijn omgeving, die wil zeker niet zijn reputatie of het engagement ten aanzien van die mensen zomaar aan de kant schuiven.”
(FB6)

Er werd ook aangegeven dat communicatie, na het instappen van het private equity-fonds, naar het personeel toe cruciaal is om een goede verdere samenwerking te garanderen (FB2, FB3). Ook bij het veranderen van leveranciers zijn gegronde redenen nodig om de relaties met leveranciers te verbreken (FB1, FB7). Volgens de respondenten is het tijdens de onderhandelingsfase ook belangrijk een goed plan te hebben besproken wat er met de verschillende stakeholders zal gebeuren. Dit is voor sommigen zelfs een van de belangrijkste aandachtspunten tijdens de onderhandeling (FB2, FB4, FB6, FB7). Alle discussies omtrent personeel en leveranciers zijn echter wel onderhevig aan het belangenpercentage dat verkocht werd. Degene die de meerderheid van de belangen vertegenwoordigt zal hierin het meeste te zeggen hebben (BF2, BF3, I1, FB4, FB5). Negatief nieuws omtrent personeel en leveranciers schaadt in sommige gevallen de reputatie van de familiale onderneming. Drie managers van de bevroegde familiebedrijven vinden dit in mindere mate belangrijk (FB2, FB6, FB7).

3.2 Risico's:

De respondenten zijn er zich goed van bewust dat bij de participatiemaatschappij de intentie grotendeels ligt op het creëren van meerwaarde. Hierdoor zullen meer risico's genomen moeten worden om dit te realiseren. Risicovollere investeringen brengen ook een risico in het algemeen voor het bedrijf met zich mee. De respondenten werden daarom gevraagd of de *socio-emotional wealth* factor van de managers een belangrijke rol speelt in het private equity-proces. Hier zijn de meeste bevroegde managers van de familiale ondernemingen niet bang voor. Zij zijn al jarenlang in hun business actief en kennen en begrijpen hun sector heel goed. Dit maakt dat zij vaak al een stabiele, cash genererende, gezonde onderneming zijn alvorens er door private equity-fondsen wordt in geïnvesteerd. De kans op faillissement wordt door hen aanzien als bijna onbestaande (FB2, FB3,

FB4, FB6, FB7). Mocht dit toch ooit het geval zijn, dan zouden de managers er toch alles aan doen om dit te voorkomen (FB2, FB3, FB7). FB7 bevestigde dit:

“Ik moet eerlijk zijn dat de emotionele waarden van ons bedrijf erg zwaar doorwegen op mij als persoon. Dit speelt zeker en vast mee bij mij, ik zal vechten voor dit bedrijf, zeker en vast.” (FB7)

3.3 Korte versus lange termijndoelstellingen:

De verschillende belangen die beide partijen nastreven tijdens deze fase van samenwerking werden de respondenten al duidelijk. De familiale managers zijn eerder gericht op de langetermijndoelstellingen van de onderneming terwijl het private equity-fonds eerder geïnteresseerd is in de korte termijn winstgerichte doelstellingen. De respondenten werden daarom gevraagd of de *stewardship-theory* een belangrijke rol speelt in deze fase van het private equity-proces. De managers wisten immers al tijdens de onderhandelingen dat er tijdens de post-deal fase onvoorziene en vooraf onbesproken problemen kunnen optreden. Er werd daarbij aangegeven dat een goede verstandhouding tussen de participatiemaatschappij en het familiebedrijf zeer belangrijk is voor het verdere verloop van het private equity-proces. Daarom zijn volgens sommigen de gesprekken voorafgaand aan het ondertekenen van de deal van groot belang (FB1, FB2, FB3, FB4). Voor zowel problemen in de operationaliteit, corporate governance als in de mogelijke exitstrategieën is het vinden van een goede oplossing voor beide partijen van groot belang om verdere samenwerking goed te laten verlopen (FB2, FB3). In de opgestelde contracten zijn veel van deze onderwerpen reeds al neergeschreven. Drie respondenten gaven echter wel aan dat terugrijpen hiernaar pas in laatste instantie een goede oplossing is (FB1, FB2, FB3).

4. Oplossingen

4.1 Ondersteuning:

Ten slotte werd aan de managers van de familiale ondernemingen gevraagd welke oplossingen relevant kunnen zijn voor de besproken problemen en moeilijkheden. Om voldoende kennis op te doen over wat private equity inhoudt, welke voordelen het voor het familiebedrijf met zich mee zou kunnen brengen en waar dat de participatiemaatschappijen op focussen, is het belangrijk dat de familiebedrijven hierin geholpen worden. Een persoonlijk netwerk waarin vertrouwenspersonen aanwezig zijn die hen hierin kunnen bijstaan zou al heel handig zijn. Andere ondernemers, de boekhouder of mensen die in de overnamesector actief zijn, kunnen hieromtrent waardevolle informatie geven (FB1, FB3, FB6, FB7). Het opstarten van een raad van advies voor het familiebedrijf wordt ook sterk aanbevolen (FB1, FB6).

4.2 Openheid:

Verkennde gesprekken aangaan met de participatiemaatschappijen is ook een goed idee volgens de managers (FB1, I1, FB4). Tijdens deze vrijblijvende gesprekken kan er gekeken worden of private equity interessant is voor de familiale onderneming. Zo zei ook FB1:

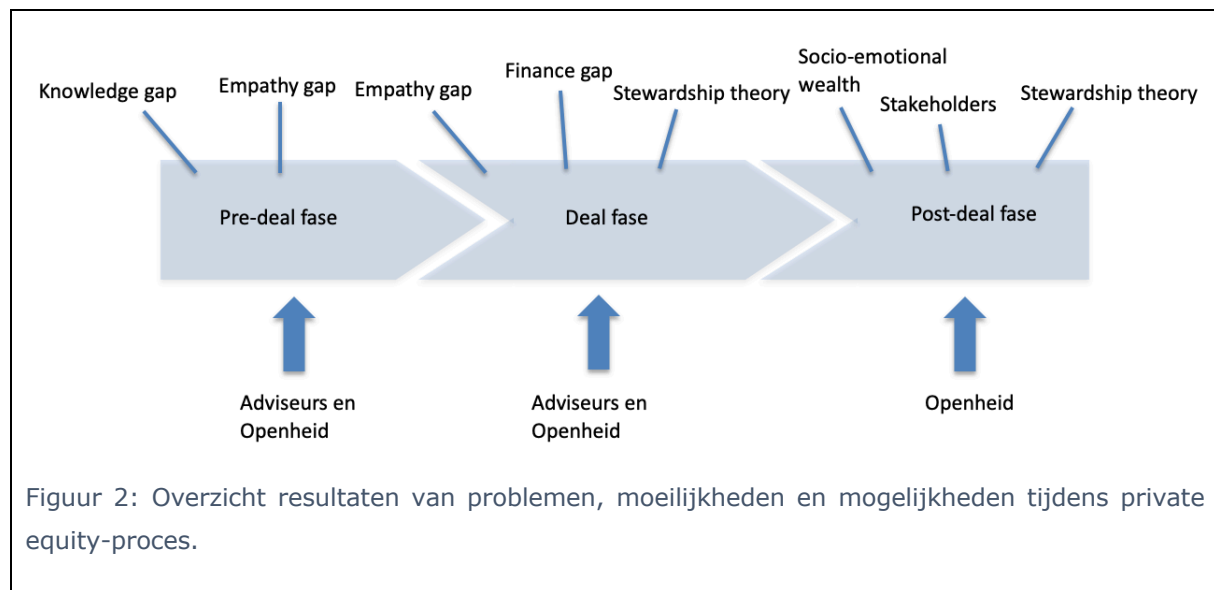
“Wat ik, als ik erop terugkijk, andere familiebedrijven zou kunnen aanbevelen, is op zijn minst de gesprekken aangaan. Je kan nog altijd zeggen, we hebben geen match.” (FB1)

Tijdens deze gesprekken, en ook in latere stadia van de onderhandelingen, raadden de familiale managers ook voldoende openheid en de professionele begeleiding van adviseurs aan. Deze adviseurs kunnen van boekhoudkundige, juridische, fiscale en strategische aard zijn om de familiebedrijven zo goed mogelijk bij te staan (FB1, FB2, FB3, I1, FB5, FB6, FB7). Wat volgens sommige managers belangrijk is, is dat deze adviseurs werken voor de rekening van de familiebedrijven zodat ze in diens belangen kunnen optreden (FB1, FB3, FB5). Deze adviseurs kunnen volgens enkele respondenten, indien zij niet voor de rekening van een bepaalde partij werken, het meeste geld verdienen bij de private equity fondsen. Zo zouden de familiebedrijven in sommige gevallen benadeeld kunnen worden (FB4, FB5).

4.3 Praktische kennis:

Ten slotte werd er nog een richtlijn meegegeven die de samenwerking tussen het familiebedrijf en het private equity-fonds zou vergemakkelijken. Bepaalde managers van de familiebedrijven waren het erover eens dat de investeerders vaak niet genoeg praktische kennis hebben over de business waarin zij investeren. Indien dit zou verbeterd worden zou het de kwaliteit van de samenwerking enkel ten goede kunnen komen (FB2, FB3, FB6, FB7).

Discussie en conclusie



1. Discussie

In dit onderzoek werd er nagegaan welke problemen, moeilijkheden en mogelijkheden optreden tijdens private equity-processen in familiale ondernemingen in België. Zowel uit de theorie als uit de interviews bleek dat een private equity-proces in drie fasen kan worden onderverdeeld. Elke fase in dit proces is uniek en heeft specifieke karakteristieken waarin het zich onderscheidt van de andere fasen (Schickinger et al., 2018). Naargelang de fase van het private equity-proces treden er ook andere problemen, moeilijkheden en mogelijkheden op tussen de participatiemaatschappij en het familiebedrijf.

Tijdens de pre-deal fase gaven de managers van de familiale ondernemingen aan dat er in sommige gevallen sprake is van een *knowledge gap* in verband met private equity. Hierdoor zijn ze minder snel geneigd voor private equity te kiezen of er voor open te staan. Dit blijkt overeen te komen met wat er in de literatuur over het *knowledge gap* werd gezegd (Seet, 2010). Een andere reden waarom familiebedrijven weigerachtig ten aanzien van private equity staan is een *empathy gap*. Uit zowel de theorie als de getuigenissen van de managers blijkt dat ze in sommige gevallen vooraf al geen goed gevoel hebben bij private equity (Zata Poutziouris, 2001).

De tweede fase van het private equity-proces, de deal fase, is de fase waarin de meeste problemen, moeilijkheden en mogelijkheden kunnen optreden. Bepaalde moeilijkheden en problemen zouden hier nog de private equity-deal die in de maak is in gevaar kunnen brengen. Een *empathy gap* kan ook in deze fase een rol van invloed spelen. De theoretische uiteenzetting van dit *empathy gap* en een aantal respondenten zijn het erover eens dat een overeenstemming vinden op alle niveaus van de onderneming en samenwerking van groot belang is (Caselli & Negri, 2018). Ook het *finance gap*, dat uit de literatuur naar voren werd geschoven, werd belangrijk geacht door de managers (Ligterink et al., 2017). Uit de interviews bleek dat de private equity-investeerders toch ook andere

doelstellingen nastreefden dan de familiebedrijven. Dit werd door enkele respondenten toch als een belangrijk breekpunt beschouwd tijdens de onderhandelingen. Hiermee is ook de *stewardship theory* bevestigd uit de literatuur (Molly et al., 2018). De literatuur omtrent private equity gaf ook nog aan dat er in sommige gevallen sprake is van asymmetrische informatie tijdens de onderhandelingen (Howorth et al., 2004). Dit werd door de respondenten niet bevestigd.

Tijdens de post-deal fase vinden de managers van de familiale ondernemingen de *socio-emotional wealth* theorie een zeer belangrijk aspect in hun private equity-proces. Ze zijn vooral begaan wat er met hun stakeholders zal gebeuren. De invloed van dit stakeholderaspect op het private equity-proces kwam uit de interviews sterker naar voor dan tijdens de theoretische uiteenzetting (Schickinger et al., 2018). In deze laatste fase van het proces speelt ook de *stewardship theory* een rol volgens de respondenten. Het verschil in doelstellingen tussen de participatiemaatschappijen en de familiebedrijven is merkbaar en zorgt soms voor conflicten. Dit is een trend die al werd voorspeld in de theorie (Schickinger et al., 2018).

Uit de theorie werden enkele oplossingen ter facilitering van private equity-processen in Belgische familiale ondernemingen naar voren geschoven. Op een open en begripvolle manier communiceren bleek belangrijk te zijn. Ook het aanblijven van de familiale manager in het familiebedrijf en de rol van de adviseurs waren oplossingen die uit de interviews bevestigd werden. Vooral de rol van de adviseurs werd aangegeven cruciaal te zijn ter begeleiding van de familiebedrijven. Professionele adviseurs die optreden in het belang en voor de rekening van de familiebedrijven worden het meest aangeraden om deze familiale managers op de best mogelijke manier bij te staan.

2. Praktische implicaties

De implicaties uit dit onderzoek dienen ook nog voor de belanghebbende partijen besproken te worden. Voor de eigenaars van familiebedrijven kan aangeraden worden op een zo open mogelijke manier te communiceren met het private equity-fonds om zo de voor hen specifieke belangen duidelijk te maken. Nogmaals dient de professionele begeleiding van gespecialiseerde adviseurs onder de aandacht te worden gebracht. Voor de private equity-fondsen is het natuurlijk van belang om zoveel mogelijk van deze problemen indien mogelijk weg te werken. Hier is dus een open maar ook begripvolle manier van communiceren belangrijk. Zo kan er op een kwaliteitsvolle wijze een overeenstemming gevonden worden tussen de interesses en doelstellingen van beide partijen. Een laatste bemerking die aan de participatiemaatschappijen wordt meegegeven is bij het vastlopen van de deal fase enige vorm van collegialiteit aan de dag te brengen. Hierbij zouden zij de bedrijven kunnen doorverwijzen naar andere participatiemaatschappijen die beter voor hen geschikt zouden kunnen zijn. Ook in dit geval zouden professionele adviseurs de familiebedrijven kunnen bijstaan. Vanuit het beleid zijn er echter ook enkele implicaties op te merken. De overheid zou vooral iets kunnen doen voor de problemen die optreden tijdens de pre-deal fase door middel van enige vorm van sensibilisering hieromtrent. Hierin zou de betekenis en voordelen van deze economisch bevorderende financieringsvorm meegedeeld kunnen worden. Dit zou ook het gebruik van private equity meer onder de aandacht kunnen brengen.

3. Beperkingen en verder onderzoek

Dit onderzoek bevat echter wel beperkingen die nog dienen besproken te worden. De inzichten van slechts acht personen werden bevestigd tijdens semigestructureerde diepte-interviews. Om een algemeen beeld van de Belgische private equity-sector te krijgen is een meer uitgebreide steekproef aangewezen. De aanbodzijde van de private equity-markt is ook een interessant perspectief om dit proces te benaderen. Zo kan er gekeken worden aan welke aspecten de investeerders voornamelijk aandacht besteden. Ook een kwantitatief onderzoek binnen de familiebedrijven is een optie die onderzocht mag worden. Zo zouden er effectieve cijfers kunnen geplakt worden op bepaalde problemen en moeilijkheden. De steekproef in dit onderzoek mag wel heterogeen beschouwd worden omdat zowel mannelijke als vrouwelijke managers uit verschillende sectoren bevestigd werden. De familiebedrijven waren ook verspreid op geografisch vlak wat regionale vertekening van de resultaten heeft tegengewerkt. Doordat ze ook anoniem getuigen kunnen hun antwoorden als waarheidsgetrouw worden geacht.

4. Conclusie

In dit onderzoek werd er onderzocht welke problemen, moeilijkheden en mogelijkheden er optreden tijdens private equity-processen in familiale ondernemingen in België. Er kan geconcludeerd worden dat de toegang van familiale ondernemingen tot private equity-fondsen moeilijkheden op het gebied van kennis en vertrouwen ondervindt. Deskundige begeleiding zou in dit geval kunnen helpen. Ook tijdens de gesprekken voorafgaand aan het ondertekenen van de transactie worden beide partijen in bepaalde gevallen met enkele obstakels geconfronteerd. Hier treden soms problemen op in verband met vertrouwen, de prijs van de transactie maar ook in de termijnvisie van beide partijen. Daarom worden de familiebedrijven ook in deze fase best bijgestaan door adviseurs. Beide partijen dienen ook op een voldoende open en begripvolle manier te communiceren. Zo kan rekening gehouden worden met elkaars belangen. De stakeholders, het nemen van risico's en het verschil in termijnvisie zijn ten slotte nog onderwerpen waarover problemen kunnen optreden na het instappen van de participatiemaatschappij. Ook hier is voldoende openheid en begrip van beide partijen van belang. Het aanblijven van de familiale managers zou hier ook kunnen helpen. Ten slotte werd ook door de familiebedrijven aangegeven dat meer praktische kennis van de investeerders over de business hier nuttig zou kunnen zijn.

Bijlagen

Bijlage 1: Interviewleidraad

- Begroeting
- Toestemming vragen of het interview opgenomen mag worden.
- Bedanken voor de deelname.
- Starten met korte inleiding en uit te leggen over wat masterproef gaat.
- Vragen of hij/ zij vertrouwd is met private equity of hoe hij/zij het heeft leren kennen.
- Kort vragen wat het bedrijf doet en of zij het als een familiebedrijf aanzien?
 - Familie in de naam?
 - Onderscheid op basis van doelstellingen? LT gericht eerder dan korte termijn? Risicovollere projecten of eerder minder risicovol?
 - Beursgenoteerd bedrijf tussen de 5 en 25% van de aandelen in handen van de familie? Of meerdere personen?
- Laat volgorde kiezen tussen kaartjes (verschillende financieringsopties: schulden, extern eigen vermogen, interne financieringsopties, hybride securities)
 - Afhankelijk van de volgorde bijvragen stellen.
- Zou je mij kort de groei eens van uw bedrijf kunnen uitleggen en daarmee de financiële constructies bespreken die daarmee gepaard gingen?
- Hoe ben je met private equity in contact gekomen?
- Bij wie zou je ten eerste ten rade gaan om iets te vragen over private equity? Accountant? Familie, vrienden, professioneel netwerk?
- Hebben deze onderwerpen of vragen een rol gespeeld in uw keuze voor private equity?
 - Hecht je bijvoorbeeld veel belang aan je reputatie als ondernemer? Bijvoorbeeld bij private equity transacties komen geregeld ontslagen voor om groei mogelijk te maken? Zou dat u tegenhouden als dit de groei zou belemmeren? Bent u ook begaan met wat de omgeving denkt van uw bedrijf? Hetzelfde wat betreft uw leveranciers waar u toch wel een band mee hebt opgebouwd mocht u deze lozen voor een andere? → Socio-emotional wealth perspectief (stakeholders)
 - Hecht u veel emotionele waarde aan het bedrijf want in bijvoorbeeld een kleine 10% van de private equity transacties leidt dit tot een faillissement. Bent u bereid zulke risico's te nemen om groei te verwezenlijken? → Socio-emotional wealth
 - Een private equity transactie gaat gemiddeld over een investering van een kleine 10 miljoen euro. Veel van deze fondsen hebben een minimum van een aantal miljoen euro dat ze als minimum in elk bedrijf moeten investeren. Ik neem aan dit soort bedragen niet in elk stadium van het bedrijf een bedrag is waar jullie wat mee kunnen? Soms te groot en soms te klein? → Finance Gap
 - Zoals ik misschien al gevraagd had kent of kende u indertijd niet genoeg van private equity af en werd daarom niet voor deze financieringsvorm gekozen? Daarom vroeg ik daarstraks al waar u ten rade ging voor advies? → Knowledge gap
 - Een andere reden kan ook zijn dat u liever niet heeft dat u andere aandeelhouders toelaat binnen het eigen vermogen, mensen die u niet kent, om inspraak te hebben in het beleid.

Dit zijn dan ook meestal de jonge private-equity-investeerders die het dan wel eens komen zeggen? → Empathy gap

- Denk je dat als hij als investeerder aanblijft (de PE-investeerder) en hij jou raad geeft jij die gemakkelijk aan de kant zou kunnen zetten? Zouden er m.a.w. gemakkelijk agency problemen kunnen optreden zodat jij bijvoorbeeld wat overnames gaat doen die goed overkomen voor jou persoonlijk maar eerder negatief voor het bedrijf? → Agency problemen
- Stewardship-theory, de meeste familiebedrijven zijn eerder gericht op LT doelstellingen en het voortbestaan van het familiebedrijf dan eerder op KT gerichte doelstellingen zoals winst en dit eerder de voorkeur draagt bij private equity-investeerders. Heeft dat u misschien doen twijfelen voor private equity?
- Kan je oplossingen bedenken voor deze problemen die we zonet besproken hebben? Meer gespecialiseerde adviseurs? Te weinig promoties of informatie over private equity?
- Nogmaals bedanken voor de deelname en confidentialiteit garanderen.

Bibliografie

- Artinger, S., Vulkan, N., & Shem-Tov, Y. (2015). Entrepreneurs' negotiation behavior. *Small Business Economics*, 44(4), 737-757.
- Auerbach, C., & Silverstein, L. B. (2003). *Qualitative data: An introduction to coding and analysis* (Vol. 21): NYU press.
- Bernard, D. F. C. (2014). Financing Family Business growth through individual investors. *KPMG Family matters*, 46.
- Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. (2011). Growth Ibos. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 432-453.
- Cabral-Cardoso, C., Cortez Maria, C., & Lopes, L. (2016). Venture capital and the financial crisis in Portugal: the VC managers' viewpoint. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 23(4), 1032-1056. doi:10.1108/JSBED-01-2016-0007
- Caselli, S., & Negri, G. (2018). *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*: Academic Press.
- Cater, J., & Schwab, A. (2008). Turnaround Strategies in Established Small Family Firms. *Family Business Review*, 21(1), 31-50. doi:10.1111/j.1741-6248.2007.00113.x
- Croce, A., & Martí, J. (2016). Productivity Growth in Private–Equity–Backed Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(3), 657-683. doi:10.1111/etap.12138
- Ehrhardt, O., & Nowak, E. (2003). The effect of IPOS on German family–owned firms: Governance changes, ownership structure, and performance. *Journal of Small Business Management*, 41(2), 222-232.
- Gallo, M. A., & Vilaseca, A. (1996). Finance in Family Business. *Family Business Review*, 9(4), 387-401. doi:10.1111/j.1741-6248.1996.00387.x
- Grundström, C., Öberg, C., Öhrwall Rönnbäck, A., Linköpings, u., Industriell marknadsföring och industriell, e., Tekniska, h., & Institutionen för ekonomisk och industriell, u. (2012). Family-owned manufacturing SMEs and innovativeness: A comparison between within-family successions and external takeovers. *Journal of Family Business Strategy*, 3(3), 162-173. doi:10.1016/j.jfbs.2012.07.001
- Howorth, C., Westhead, P., & Wright, M. (2004). Buyouts, information asymmetry and the family management dyad. *Journal of Business Venturing*, 19(4), 509-534.
- Janssens, M., & Zanoni, P. (2005). Many diversities for many services: Theorizing diversity (management) in service companies. *Human Relations*, 58(3), 311-340.
- Jegadeesh, N., Kräussl, R., & Pollet, J. M. (2015). Risk and expected returns of private equity investments: Evidence based on market prices. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3269-3302.
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2015). What determines the exit decision for leveraged buyouts? *Journal of Banking & Finance*, 59, 399-408.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146. doi:10.1257/jep.23.1.121
- Ligterink, J. E., Martin, J. K., Boot, A. W. A., K., C. R., & L., P. (2017). Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief.
- Mani, D. (2018). Thomas Zellweger, *Managing the Family Business: Theory and Practice*, Edward Elgar Publishing, 2017, 544 pp., INR 6175. In (Vol. 30, pp. 189-189): Elsevier Ltd.
- Manigart, T., V., & O., W. (2011). Groeikapitaal en buy-outs.
- Manigart, S., Vanacker, T., & Witmeur, O. (2011). Groeikapitaal en buy-outs gids in België.

- Miller, D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2013). Is family leadership always beneficial? *Strategic Management Journal*, 34(5), 553-571.
- Molly, V., Arijs, D., & Lambrecht, J. (2018). Building and maintaining the family business-private equity relationship. *Journal of Small Business and Enterprise Development*.
- Naldi, L., Cennamo, C., Corbetta, G., & Gomez-Mejia, L. (2013). Preserving socioemotional wealth in family firms: Asset or liability? The moderating role of business context. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1341-1360.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of business venturing*, 16(3), 285-310.
- Schickinger, A., Leitterstorf, M. P., & Kammerlander, N. (2018). Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field. *Journal of Family Business Strategy*, 9(4), 268-292. doi:10.1016/j.jfbs.2018.09.002
- Seet, P.-S. (2010). The effect of finance, knowledge and empathy gaps on the use of private equity amongst family owned SMEs. *Int. J. Entrepreneurship and Small Business*, 11, 85-105.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for business: a skill-building approach* (7 ed.). Chichester: Wiley.
- Siggelkow, N. (2007). Persuasion with case studies. *Academy of management journal*, 50(1), 20-24.
- Strike, V. M. (2013). The Most Trusted Advisor and the Subtle Advice Process in Family Firms. *Family Business Review*, 26(3), 293-313. doi:10.1177/0894486513492547
- Suddaby, R. (2006). From the editors: What grounded theory is not. In: *Academy of Management Briarcliff Manor, NY 10510*.
- Tappeiner, F., Howorth, C., Achleitner, A.-K., & Schraml, S. (2012). Demand for private equity minority investments: A study of large family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3(1), 38-51. doi:10.1016/j.jfbs.2012.01.001
- Thiele, F. K. (2017). Family businesses and non-family equity: literature review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 67(1), 31-63. doi:10.1007/s11301-017-0123-5
- Thomas M. Zellweger, R. S. N. (2008). A stakeholder perspective on family firm performance. (1), 14.
- Wright, M., Cressy, R., Wilson, N., & Farag, H. (2014). Financial restructuring and recovery in private equity buyouts: the UK evidence. *Venture Capital*, 16(2), 109-129.
- Wright, M., Renneboog, L., Simons, T., & Scholes, L. (2006). Leveraged buyouts in the UK and Continental Europe: Retrospect and Prospect. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 38-55.
- Wu, Z., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 875-895. doi:10.1016/j.jbusvent.2006.07.002
- Zata Poutziouris, P. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review*, 14(3), 277-291. doi:10.1111/j.1741-6248.2001.00277.x