



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

De rol van de raad van bestuur tijdens M&As

Mathis Peeters

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

dr. Ruveyda KELLECI



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2023
2024



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

De rol van de raad van bestuur tijdens M&As

Mathis Peeters

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

dr. Ruveyda KELLECI

Woord vooraf

Het onderzoek werd gevoerd in het kader van het behalen van de Master Accountancy-Financiering-Fiscaliteit binnen de opleiding Handelswetenschappen aan de Universiteit Hasselt. Graag wil ik mijn promotor dr. Rüveyda Kelleci bedanken voor de adequate begeleiding en feedback. Verder gaat mijn dank uit naar de participanten en alle gecontacteerde personen die mij hebben geholpen. Ten slotte zou ik graag mijn familie, met speciale dank aan Peeters Frank, en mijn netwerk willen bedanken voor hun hulp bij de verwezenlijking van dit onderzoek.

Samenvatting

Fusies en Overnames (Mergers & Acquisitions, M&A) vormen een cruciaal aspect van de hedendaagse bedrijfsstrategie om anorganisch te kunnen groeien. Zo blijkt uit de literatuur dat er in 2023 voor 32 miljard euro aan deals beklonken werden met een Belgische koper, verkoper of doelwit. Hoewel de literatuur dikwijls oog heeft voor succesverhalen, verloopt een M&A niet zonder risico's. Zo kan een M&A lang aanslepen en kan een verkeerde inschatting, zoals een mismatch tussen de koper en verkoper, desastreuze gevolgen hebben. Binnen het kader van M&A constateert onderzoek dan ook dat er een faalratio is van ongeveer vijftig procent.

Aangezien literatuur de raad van bestuur typeert als het strategisch bestuursorgaan van een organisatie, en een initiatie van een M&A vaak een strategische keuze is, focust dit onderzoek zich op de rol van de raad van bestuur tijdens M&A's. Hiervoor voerden we een kwalitatieve studie uit naar Fusies en Overnames op de private markt. Verder merken we op dat de wetenschappelijke literatuur het M&A-proces voornamelijk benadert vanuit het perspectief van de koper. Om de leemte te dichten, legt het onderzoek de focus op het perspectief van de verkoper. De centrale onderzoeksvraag luidt dan ook als volgt: "Wat is de rol van de raad van bestuur van de verkoper tijdens M&A's".

Om een beter beeld te schetsen over de rol van de raad van bestuur van de verkoper, vergaarden we informatie vanuit wetenschappelijke literatuur. Die bevindingen werden daarna vergeleken met inzichten vanuit de praktijk. Door middel van acht semigestructureerde diepte-interviews met zowel bestuurders als M&A-specialisten werden praktijkgerichte inzichten en ervaringen verworven. Aangezien een M&A-proces zeer variabel en uitgebreid is, legt het onderzoek de focus op de pre-deal fase van de verkoop. De wetenschappelijk literatuur beschrijft die fase als elke stap die de verkoper doorloopt totdat er een closing, ook wel de werkelijke overdracht van de aandelen, plaatsvindt. Tijdens dat proces heeft de raad van bestuur volgens de literatuur een rol van paraatheid en toezicht. Zo dienen ze de aangestelde M&A-verantwoordelijken nauwgezet te monitoren om belangenconflicten te vermijden.

Ook uit de verworven praktijkgerichte inzichten trekken we die conclusie. Hoewel de raad van bestuur van de verkoper volgens de respondenten slechts een beperkte rol speelt in de pre-deal van een verkoopproces, is het volgens de respondenten wel aan het bestuursorgaan om toezicht te houden op het verloop van het proces, de nodige begeleiding te bieden en de belangen van de aandeelhouders te waarborgen. In overeenstemming met de literatuur leiden we uit de interviews af dat de raad van bestuur een fiduciaire rol speelt en dus optreedt als een ondersteunende en betrouwbare supervisor.

Toch speelt de raad van bestuur op enkele momenten in de pre-deal fase ook een actieve rol. Aangezien het bestuursorgaan volgens de respondenten bestempeld kan worden als de strateeg van de onderneming zal de raad van bestuur in sommige situaties het initiatief nemen om anorganische groei aan te kaarten. Na de initiëring van een verkoop gaat de onderneming een voorbereidingsfase in. Hier zal de raad van bestuur een 'Non Disclosure Agreement' tekenen en de nodige documentatie aan het topmanagement, het aangestelde M&A-team of de Corporate Finance Advisor overhandigen. Verder in het proces hebben ze tot aan de due diligence fase een niet-

actieve rol. Volgens de respondenten dienen ze vanuit een vogelperspectief het proces op te volgen en de nodige begeleiding te bieden.

In de due diligence fase komt het bestuursorgaan opnieuw actie aan bod. Tijdens de due diligence, die overigens vaak gelijklopend is met de onderhandelingen, zal het topmanagement de raad van bestuur vragen om complexe vragen van de koper te helpen beantwoorden. Daarnaast dienen ze eventueel het topmanagement voor te stellen. Zo is een Privat equity bijvoorbeeld voorstander van een 'Management buy-out'. In dat geval betreft de koper, na de integratie, het topmanagement in het aandeelhouderschap. De koper wenst hierdoor dus eerst inzicht te verkrijgen in de competenties van de topmanagers.

Ten slotte zal de raad van bestuur nog een actieve rol spelen in de laatste stap van de pre-deal fase, namelijk de closing. Op het einde van de pre-deal fase analyseert de raad van bestuur de deal en kan een bestuurder gevraagd worden om een aanbeveling te doen. Verder draagt de raad van bestuur mede de verantwoordelijkheid van de deal en zullen ze dus het 'Share Purchase Agreement' met de bijgevoegde 'term sheet' moeten tekenen.

Kortom, de rol van de raad van bestuur van de verkoper komt dus 'grosso modo' vier keer actief aan bod in de pre-deal fase. In de andere fases speelt de raad van bestuur een niet-actieve rol op de achtergrond. Echter, een M&A-proces is zeer variabel. Het verloop zal dus verschillen van transactie tot transactie. Hierdoor verschilt de rol van de raad van bestuur van de verkoper dus ook van situatie tot situatie. Zo is de raad van bestuur bijvoorbeeld minder betrokken bij een verkoop die een aandeelhouder met winstneming als motief initieert, dan bij een verkoop die de raad van bestuur met strategische groei als motief initieert.

Om zulke verschillen te kaderen bevroegden we de respondenten ook naar factoren die de rol van het bestuursorgaan beïnvloeden. Conform met de literatuur bleek de samenstelling van de raad van bestuur een grote invloed te hebben op hoe het bestuursorgaan zijn rol vervult. Zo verkleint een bestuur met verschillende soorten bestuurders en karakteristieken de kans op tunnelvisie en stimuleert diversiteit de evenwichtige en genuanceerde besluitvoering. Verder heeft het al dan niet bezit van aandelen, CEO-dualiteit en de opkomst van ethische- en duurzame overwegingen een invloed op hoe de raad van bestuur zal handelen. Tot slot voegden de respondenten toe dat kennisname van overname en de timing eventueel ook invloedrijk kunnen zijn op de rol van het individu. Zo dient een bestuurder bij kennisname van verkoop voorzichtiger te handelen en zal de privésituatie bij verkoop primeren. Hierdoor achten de respondenten het plausibel dat een bestuurder denkt en adviseert met de impact op het privéleven in het achterhoofd.

Hoewel dit onderzoek naar de rol van de raad van bestuur van de verkoper bijdraagt aan de wetenschappelijke literatuur door de literaire gap in de wetenschappelijke literatuur op te vullen, merken we uit de resultaatverwerking op dat er een beperkte generaliseerbaarheid is. M&A-processen verschillen namelijk van transactie tot transactie. Verder blijkt ook de mate waarin de raad van bestuur van de verkoper een rol speelt situatie gebonden te zijn. Zo is er in de privésector vaak een verwevenheid van verschillende functies binnen de raad van bestuur. Doordat de aandeelhouder(s), en soms ook het management, mee zetelen in de raad van bestuur, is het lastig om de rol van de raad van bestuur tijdens een verkoop als afzonderlijker bestuursorgaan te definiëren. Aangezien het onderzoek geen respondenten bevat uit complexe organisaties, waar de

raad van bestuur bovendien afgezonderd is van de algemene raad en het management, doet het onderzoek de suggestie om de rol van de raad van bestuur in zulke organisaties te onderzoeken.

Inhoudsopgave

1. Inleiding	9
2. Literatuurstudie	13
2.1) De raad van bestuur als bestuursorgaan	13
2.1.1) De raad van bestuur binnen de organisatiestructuur	13
2.1.2) De rol van de raad van bestuur volgens de verschillende theorieën	14
2.1.3) De raad van bestuur in complexe situaties	15
2.2) M&A – Mergers & Acquisitions	17
2.2.1) Fusies en overnames gedefinieerd	17
2.2.2) Het proces van de M&A	18
2.2.2.1) Fases binnen de pre-deal	19
<i>Initiëring</i>	<i>19</i>
<i>Screenen kandidaten</i>	<i>20</i>
<i>Verantwoording aan raad van bestuur</i>	<i>20</i>
<i>Onderhandelingen en due diligence</i>	<i>20</i>
<i>Waardering, financiële voorwaarden en financiering</i>	<i>21</i>
<i>Aankondiging</i>	<i>21</i>
<i>Closing</i>	<i>21</i>
2.2.3) Rol van de raad van bestuur in de pre-deal fase	21
2.2.3.1) De rol bij de initiëring	22
2.2.3.2) De rol bij de verantwoording	22
2.2.3.3) De rol tijdens de onderhandelingen	22
2.2.3.4) De rol tijdens de due diligence	23
2.2.3.5) De rol bij de aankondiging	23
2.2.3.6) De rol tijdens de closing	23
2.3) Invloedrijke factoren	23
2.3.1) De samenstelling van de raad van bestuur	24
2.3.1.1) Interne bestuursleden	24
2.3.1.2) Externe bestuursleden	24
2.3.2) Mate van eigenaarschap	25
2.3.3) CEO-dualiteit	26
2.3.4) Board size	26
3. Methodologie	29
3.1) Verkennende case studie	29
3.2) Semigestructureerde diepte-interviews	30
3.3) Dataverzameling	30
3.4) Datastructuur	31
4. Resultaten	35
4.1) Fases in de pre-deal van de verkoop	35
4.1.1) Motiefbepaling	35

4.1.1.1) Winstneming	35
4.1.1.2) Geen opvolging	36
4.1.1.3) Consolidatiegolf	37
4.1.2) Voorbereiding	37
4.1.3) Eerste toenadering	39
4.1.4) Tweede toenadering	39
4.1.5) Onderhandelingen	40
4.1.6) Due diligence.....	40
4.1.7) Closing	41
4.1.8) Aankondiging	41
4.2) Rol van de raad van bestuur tijdens M&A.....	41
4.2.1) Rol van raad van bestuur in de pre-deal fase	42
4.2.1.1) De rol bij de initiëring	42
4.2.1.2) De rol tijdens de voorbereiding	43
4.2.1.3) De rol tijdens de eerste en de tweede toenadering	43
4.2.1.4) De rol tijdens de onderhandelingen en due diligence	44
4.2.1.5) De rol tijdens de closing	45
4.2.1.6) De rol bij de aankondiging	45
4.3) Invloedrijke factoren op de rol van de raad van bestuur	46
4.3.1) De samenstelling	46
4.3.1.1) Soorten bestuurders.....	46
4.3.1.2) Karakteristieken van de bestuurders	47
4.3.2) Eigenaarschap	48
4.3.3) CEO-dualiteit	49
4.3.4) Ethiek en Duurzaamheid	50
4.3.5) Andere mogelijke factoren	51
4.3.5.1) Kennisneming van verkoop	51
4.3.5.2) Timing.....	51
5. Discussie.....	53
5.1) De raad van bestuur als bestuursorgaan.....	53
5.1.1) De rol van de raad van bestuur volgens de verschillende theorieën	53
5.2) Fases in de pre-deal van een verkoop	54
5.3) De rol van de raad van bestuur in de pre-deal fase	56
5.4) invloedrijke factoren	57
5.5) Beperkingen.....	58
5.5) Aanbevelingen	59
6. Conclusie	61
7. Bibliografie	63
8. Bijlagen	67
8.1) Geïnformeerde toestemming.....	67
8.2) Interviewleidraad	68

1. Inleiding

Fusies en overnames vormen een cruciaal onderdeel van de economische activiteiten van een land. Zo ondervond Hahn (2005) dat de Amerikaanse economie mede gevormd wordt door ongeveer 1,95 biljoen dollar aan waarde door fusies en overnames (Hahn, 2005). Dat komt neer op ongeveer drie keer het BBP van België in 2021. Niet alleen in Amerika vormen M&A's een factor voor de ontwikkeling van de economie, maar ook in andere landen zoals Australië, het Verenigd Koninkrijk en België zien we dat M&A's essentieel zijn voor de economische ontwikkeling. Zo blijkt dat er in 2022 maar liefst 405 transacties zijn uitgevoerd met betrekking tot op Belgische overnames en fusies. Dit komt neer op een waarde van 26 miljard euro.

Hoewel de literatuur voornamelijk over succesvolle waarde creërende fusies en overnames bespreekt, kunnen overnames en fusies ook desastreuze gevolgen hebben voor de waardecreatie van aandeelhouders. Zo kwam Rostand (1994) in zijn onderzoek naar Europese overnames tot de conclusie dat er een faal ratio is van maar liefst 46%-50%. Toch tonen Cartwright and Schoenberg (2006) in hun onderzoek aan dat overnames en fusies voor de doelonderneming in positieve zin renderen. Voor de overnemende partij wordt dat voordeel op lange termijn echter in twijfel getrokken (Cartwright & Schoenberg, 2006). Gezien de significante faal ratio en de complexiteit van het overname-en fuseringsproces, is het van cruciaal belang dieper in te gaan op de rol die de raad van bestuur in dat proces speelt.

Aangezien de wetenschappelijk literatuur de raad van bestuur typeert als een strategisch bestuursorgaan, is de raad van bestuur een cruciale actor in het procesverloop van een M&A (Kamardin & Haron, 2009). Toch volstaan studies niet om een concrete omschrijving te geven van de rol die de raad van bestuur van de verkoper heeft gedurende het M&A-proces. Dat omdat de rol van de raad van bestuur tijdens een overname of fusie beïnvloed wordt door verschillende factoren (Redor, 2016). Zo leiden we uit de wetenschappelijke literatuur af dat de rol van de bestuursleden tijdens een fusie of overname wordt beïnvloed door onderliggende factoren, zoals de grootte van het bestuur, betalingsmethode, eigenaarschap, de samenstelling van het bestuur, CEO-dualiteit en enkele karakteristieke eigenschappen van de bestuursleden (Henry, 2005; Pisano, Faraci, Cabiddu, & Picone, 2017; Redor, 2016).

Een ander belangrijk aspect dat vaak terugkomt in de literatuur over de raad van bestuur is het 'Agency Problem'. De reeds bestaande literatuur geeft namelijk telkens aan dat het van belang is om na te gaan of de belangen van de bestuursleden wel op één lijn liggen met die van de aandeelhouders (Martín & Herrero, 2018). Uit het onderzoek van Martín and Herrero (2018) blijkt dan ook dat het principaal-agent probleem geminimaliseerd kan worden door een analysevoering van onderliggende factoren zoals de grootte van het bestuur, de onafhankelijkheid van de bestuurders en de diversiteit binnen het bestuursorgaan. Via een kwalitatieve studie komen Martín and Herrero (2018) bijvoorbeeld tot de conclusie dat een kleiner raad van bestuur beter te controleren is en vaker gekenmerkt wordt door onafhankelijkheid. Daarnaast resulteert diversiteit in de raad van bestuur in het bij elkaar brengen van de belangen van het management, de aandeelhouders en die van de raad van bestuur (Martín & Herrero, 2018). Bovendien voorziet

diversiteit meer invalshoeken, informatie en skills, wat de creativiteit stimuleert (Watson, Kumar, & Michaelsen, 1993).

Ook in het onderzoek van Redor (2016) naar het effect van vier bestuurdersattributen op waardencreatie en welzijn van de aandeelhouders bij overnames en fusies kwam de 'agency theory' aan bod. Allereerst werd de impact van 'board independence' onder de loep genomen. Hier bespreekt Redor (2016) de invloed van interne en externe leden binnen de raad van bestuur. Meer specifiek, welke impact zij hebben op het verloop van het M&A-proces. Zo ontdekte Coles, Daniel, and Naveen (2008) dat externe en interne bestuurders een eerder verschillende functie hebben bij overnames en fusies. Externe bestuurders, personen die niet betrokken zijn met de operationele activiteiten van de onderneming, hebben een monitorende en adviserende rol (Peng & Fang, 2010). Zij zullen door hun afstand van de operationele activiteiten sneller geneigd zijn om het management op de proef te stellen en zo de belangen van de aandeelhouders beter bewaren (Brewer, Jackson, & Jagtiani, 2000). Interne bestuurders, personen die zowel zetelen in de raad van bestuur als het management, zijn daarentegen eerder gebruikelijk voor de bepaling van de operationele strategieën (Redor, 2016). Verschillende onderzoekers ondervonden dan ook dat overnemende bedrijven met zowel interne als externe bestuursleden leidt tot betere verwervingsprestaties (Brewer et al., 2000; Walters, Kroll, & Wright, 2007). Ook volgens Coles et al. (2008) zorgt de aanwezigheid van beide partijen voor de creatie van aandeelhouderswaarden tijdens een overname. Dat door efficiëntere monitoring, verlaagde macht van het management en een vermindering van agency kosten (Coles et al., 2008). Ten slotte concluderen ook Byrd and Hickman (1992) in hun onderzoek dat een combinatie van interne en externe bestuurders gunstig is. Zo is een externe bestuurder, die overigens geen aandeelhouder is, bijvoorbeeld sneller geneigd om zijn/haar eigen belang naar voor te schuiven. Hierdoor zullen ze eventueel een afwijzende aanbeveling doen om zo hun positie in het bestuur te kunnen behouden (Redor, 2016). Het is dan aan de interne bestuurders en/of de zetelende aandeelhouder om de evenwichtigheid te bewaren (Byrd & Hickman, 1992).

Uit de wetenschappelijk literatuur blijkt dus dat niet elke externe bestuurder gunstig is (Henry, 2005). Financieel adviseurs verbonden aan een andere instelling zouden bijvoorbeeld bij een M&A de belangen van die instelling voorop kunnen plaatsen (Henry, 2005). Zulke personen zijn mogelijks gemengd met een 'conflict of interest', wat een negatieve impact kan hebben op de waardencreatie voor de aandeelhouders (Güner, Malmendier, & Tate, 2008). Echter, dat hoeft volgens Huang, Jiang, Lie, and Yang (2014) niet te betekenen dat financieel adviseurs geen positieve bijdrage kunnen leveren als lid van de raad van bestuur. Zo kunnen investeringsbankiers een enorm netwerk en financiële expertise met zich meebrengen, wat volgens Huang et al. (2014) de kans op een succesvolle overname of fusie verhoogt.

Verder hebben karakteristieken van de bestuursleden ook een invloed op de rol tijdens een M&A. Zo is eerdere bestuurs- of sectorervaring en de achtergrond van een bestuurslid een bepalende factor. De literatuur toont aan dat eerdere ervaring als monitorend bestuurder zorgt voor expertise en dus de adviserende rol bij een verkoop bevordert (McDonald, Westphal, & Graebner, 2008). Dat omdat eerdere ervaring in de doelsector faciliteert bij het leren en ontwikkelen van kennis (Kroll, Walters, & Wright, 2008; Walters et al., 2007).

Ten slotte is eigenaarschap en de vergoeding van de betrokken partijen tijdens het overname- en fuseringsproces een invloedrijke factor (Redor, 2016). Zo zal een bestuurslid in bezit van aandelen sneller geneigd zijn om zijn/haar eigen belang naar voor te trekken (Redor, 2016). Daarnaast kan de wijze van bestuurdersvergoeding bij overnames en fusies, zoals het geven van aandelen er voor zorgen dat de belangen van de bestuursleden sterker op één lijn komen te liggen met die van de aandeelhouders (Kroll et al., 2008).

Uit de bestaande literatuur valt dus af te leiden dat de rol van de leden van de raad van bestuur in het overname-of fuseringsproces beïnvloed wordt door verschillende onderliggende factoren. Toch zijn er nog enkele tekortkomingen in de literatuur. Eerdere studies richten zich vooral op de raden van bestuur van de overnemende onderneming en hebben het slechts beknopt over de doelonderneming. Toch is de rol van de raad van bestuur van de verkoper ook niet onbelangrijk. Zo vinden we in het onderzoek van Henry (2005) dat de aanbevelingen van de bestuursleden in een doelonderneming een belangrijke variabele is die het verkoopproces beïnvloedt. Zodra het bod bekend is, zijn het dan ook de leden van de raad van bestuur van de doelonderneming die zullen vergaderen en aanbevelingen doen om het bod al dan niet te accepteren (Henry, 2005). Daarnaast is de raad van bestuur van de doelonderneming ook verantwoordelijk voor de beheersing van de controlevoering doorheen het proces (Gregory, 2014). Toch is onderzoek naar de rol van de raad van bestuur van de verkoper schaars.

Dit kwalitatief onderzoek zal dan ook trachten een duidelijk beeld te scheppen over de rol die de raad van bestuur van de verkoper op zich neemt tijdens een M&A proces. De centrale onderzoeksvraag van de studie luidt als volgt: "wat is de rol van de raad van bestuur van de verkoper tijdens M&A's".

Om een antwoord te kunnen formuleren op die onderzoeksvraag, biedt de studie ten eerste een overzicht van de bevindingen uit de bestaande wetenschappelijke literatuur. Hierbij legt het onderzoek de focus op de verschillende fases in de pre-deal. Welch, Pavićević, Keil, and Laamanen (2020) definiëren dat als volgt: de stappen die zich voordoen voordat er een effectieve closing, en dus overdracht van de aandelen is. Verder wordt in de literatuurstudie gekeken naar de rol die de raad van bestuur vervult per fase en naar factoren die de rol al dan niet beïnvloeden.

Echter, de bestaande wetenschappelijke literatuur bestaat hoofdzakelijk uit M&A-theorieën vanuit het perspectief van de overnemende partij (Zha Giedt, 2017). Om die gap op te vullen zal deze studie via semigestructureerde diepte-interviews de bestaande wetenschappelijke literatuur koppelen aan de werkelijkheid en extra inzichten verschaffen. Hierdoor is het onderzoek in staat om een beter en een praktijkgericht beeld te scheppen over de rol van de raad van bestuur van de verkoper tijdens een M&A.

2. Literatuurstudie

De wereld van zakelijke transacties wordt gekenmerkt door voortdurende dynamiek en verandering. Mergers & acquisitions (M&A) vormen een kernaspect van deze evolutie. Binnen dit complexe landschap fungeert de raad van bestuur als een cruciale spil waarbij strategische beslissingen worden genomen. Die beslissingen beïnvloeden niet alleen de toekomst van een onderneming, maar bepalen vaak ook de bredere bedrijfswereld (Kuvandikov, Pendleton, & Higgins, 2020). Gezien de grote impact en de complexiteit van het M&A-proces heeft het onderwerp de belangstelling getrokken van een breed scala aan managementdisciplines. Hoewel het onderzoek naar de menselijke en psychologische aspecten van fusies en overnames de laatste jaren aan belang heeft gewonnen, wordt de literatuur over fusies en overnames gedomineerd door marktstudies die betrekking hebben op de overnemende partij (Cartwright & Schoenberg, 2006).

Deze literatuurstudie onderzoekt de diverse aspecten van de rol van de raad van bestuur van de doelonderneming bij fusies en overnames en beoogt inzicht te bieden in de factoren die invloed hebben op het verkoopproces van een M&A. Om dit duidelijk te kaderen, gaat het onderzoek ingaan op de werkelijke rol van de raad van bestuur. In dit onderdeel wordt allereerst een beschrijving gegeven van de raad van bestuur als bestuursorgaan binnen de organisatiestructuur. Vervolgens gaat de studie verder in op hoe de raad van bestuur fungeert in een verkoopproces en worden de stappen van de pre-deal fase van een M&A toegelicht. Daarna volgt een bepaling van de aanwezigheid van de raad van bestuur in elke fase van de pre-deal fase. Ten slotte wordt de literatuurstudie afgerond met enkele factoren die de rol van het bestuursorgaan beïnvloeden.

2.1) De raad van bestuur als bestuursorgaan

2.1.1) De raad van bestuur binnen de organisatiestructuur

Binnen ondernemingen met een grotere graad aan complexiteit vinden we drie belangrijke organen terug om de ondernemende activiteiten in goede banen te leiden. Afhankelijk van de omvang van het bedrijf vinden we aan de top de algemene vergadering (Gesquière & Uyttenhoeve, 2017). Dat orgaan bestaat uit de aandeelhouders die diverse taken op zich neemt. Zo zijn het de leden van de algemene vergadering die beslissingen nemen over bijvoorbeeld de winstbestemming, aanstellen van bestuurders, wijzigen van de statuten en ook een oogje in het zeil houden op de beslissingen van de raad van bestuur (Gesquière & Uyttenhoeve, 2017). Die raad van bestuur wordt samengesteld door de aandeelhouders en dient dus verantwoording af te leggen aan de aandeelhouders (Eckstein & Parchomovsky, 2018). Hierbij hebben ze de verantwoordelijkheid om te streven naar minimalisatie van agency kosten, maximaliseren en beschermen van ondernemingswaarde en fungeren als actor van controle tussen de stakeholders, het bestuur en de organisatie (Kamardin & Haron, 2009). Daarnaast zijn het de leden van de raad van bestuur die gehouden zijn de meest geschikte CEO aan te stellen. Hierdoor dragen zij dus steeds mee de verantwoordelijkheid van de reputatie van de onderneming (Dirix, Montangie, & Vanhees, 2005). Ten slotte is er ook een operationeel bestuursorgaan, namelijk het management. Zij zijn verantwoordelijk voor de operationele werking van het bedrijf en staan onder toezicht van de raad van bestuur (Gesquière & Uyttenhoeve, 2017).



Driehoeksrelatie tussen Raad van Bestuur, Management en Aandeelhouders (Gesquière & Uyttenhoeve, 2017).

2.1.2) De rol van de raad van bestuur volgens de verschillende theorieën

De rol van de raad van bestuur kan op verschillende manieren benaderd worden. Volgens het onderzoek van Kamardin and Haron (2009) zijn er vier verschillende theorieën die telkens een andere invalshoek bieden op de werkelijke rol die bestuurders dienen te eerbieden.

Ten eerste is er in de literatuur sprake van het 'Legalistic perspective'. Volgens dat perspectief zijn de bestuurders verantwoordelijk voor de leiderschap op organisatorisch niveau. Ze zijn niet actief in operationele activiteiten. De raad van bestuur wordt volgens het perspectief dus enkel verantwoordelijk gehouden voor wettelijke verplichtingen, zoals aanduiden van de CEO en adviseren van het management (Kamardin & Haron, 2009).

Verder kan de rol van een raad van bestuur ook bekeken worden vanuit het standpunt van de 'Agency Theory'. De agency theorie herkent namelijk de imperfecties van bestaande governance structuren in de bescherming van de belangen van de shareholders (Chen, 2018; Kamardin & Haron, 2009). Daarnaast houdt het ook rekening met de gevolgen van eventuele belangenconflicten tussen managers en shareholders (Chen, 2018; Kamardin & Haron, 2009). Hierdoor stelt de theorie dat de raad van bestuur gehouden is om het management te monitoren in het belang van de aandeelhouder. Het bestuur vervult dus rollen die agency kosten reduceren en het welzijn van de aandeelhouder maximaliseren (Kamardin & Haron, 2009).

In tegenstelling tot de agency theorie, die uitgaat van de aanwezigheid van belangenconflicten, is er ook de 'Stewardship Theory'. Die theorie beschouwt bestuurders als goede stewards van de organisatie, waarbij de theorie het gunstig acht om de CEO ook te laten zetelen als voorzitter van de raad van bestuur (Muth & Donaldson, 1998). De raad van bestuur functioneert onder die theorie als een soort prestatieorgaan. Ze zijn sterk betrokken bij de bepaling van de operationele doelen en visies van de onderneming en nemen operationeel dus een leidende houding aan (Kamardin & Haron, 2009).

Ten slotte hebben Kamardin and Haron (2009) het in hun onderzoek ook over de 'Resource Dependence Theory'. Die theorie beschouwt het bestuur als een orgaan die de grenzen van de onderneming moet opzoeken en doen verleggen (Zahra & Pearce, 1989). De raad van bestuur is volgens die theorie verantwoordelijk om te interacteren met de externe omgeving om zo tot nieuwe middelen en connecties te komen (J. L. Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996). Ze dienen dus zowel als bepaler van de organisatorische strategie als bemiddelaar bij de implementatie ervan (Kamardin & Haron, 2009).

	Legalistic	Agency Theory	Resource Dependence	Stewardship
Rol van de raad van bestuur	• Vertegenwoordigen en beschermen van de belangen van de aandeelhouders • Het beheer van de onderneming zonder inmenging in de dagelijkse gang van zaken	• Monitoren van acties van managers om efficiëntie te waarborgen en beschermen van belangen van de eigenaars	• Coöptatief mechanisme om vitale middelen te verkrijgen • Grensoverschrijden de rol • Versterken van organisatorische legitimiteit	• Beheer van bedrijfsmiddelen
Operationele rol van het bestuur	• Selecteren van CEO • Monitoring CEO • Vertegenwoordigen belangen van de aandeelhouders • Evalueren van prestaties	• Maximaliseren van 'shareholders wealth' • Reduceren agency cost • Selecteren CEO • Evalueren CEO en bedrijfsprestaties • Strategische besluitvoering en controle	• Scannen van omgeving • Vertegenwoordigen van bedrijf • Veiligstellen waardevolle middelen	• Bepalen van doelen en richting • Bepalen van visie en missie • Formuleren van strategie • Bepalen van ethische zaken • Inmenging bij 'riskmanagement activities'

De rollen volgens Kamardin & Haron (2009, p.24)

2.1.3) De raad van bestuur in complexe situaties

De raad van bestuur is dus een belangrijk orgaan dat belast is met het nemen van strategische beslissingen van het hoogste niveau. Daarnaast is de raad van bestuur verantwoordelijk voor de stimulans van de ondernemingswaarde en de bepaling van lange termijn doelstellingen en successen (Kamardin & Haron, 2009). De primaire verantwoordelijkheid van de raad van bestuur is dan ook het vaststellen van strategische doelen en de bijbehorende controlevoering op het management (Merendino & Melville, 2019). Hierbij moeten zij optreden en functioneren in belang van de aandeelhouders van het bedrijf (Merendino & Melville, 2019).

Ondanks de raad van bestuur een beperkte rol speelt in de operationele activiteiten, vervult ze wel een cruciale rol bij het adviseren en monitoren van het management. Toch is dat volgens Redor

(2016) niet het enige waarvoor de raad van bestuur verantwoordelijk wordt gesteld. Haar functie omvat ook het geven van legitimiteit aan de besluitvorming (Deutsch & Ross, 2003), het verstrekken van informatie over de bedrijfsomgeving (M. A. Carpenter & Westphal, 2001), het verlenen van toegang tot externe belanghebbenden en het verstrekken van advies en aanbevelingen aan de organisatie (Redor, 2016). De rol en de invloed van de raad van bestuur is dan ook zeker niet onbelangrijk in complexe situaties zoals fusies en overnames. Het is namelijk de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur om het verkoopproces te beheren en beslissingen te nemen in het beste belang van de onderneming en haar aandeelhouders. Dat door eerst en vooral de strategische fit te analyseren. Hierbij probeert de raad van bestuur te bepalen of de koper goed zou passen bij de huidige bedrijfscultuur (Aggarwal-Gupta, Kumar, & Upadhyayula, 2012). Dit komt doordat geruchten van een mogelijke overname of fusie volgens de literatuur een impact heeft op de waardering van de betrokken partijen. Aan de ene kant zorgt de aankondiging voor een positieve invloed op de waardering van het doelbedrijf (Campa & Hernando, 2004). Zo valt uit de literatuur af te leiden dat het doelwit gemiddeld tot 30% aan waarde wint in aanloop naar de werkelijke overname (Kuvandikov et al., 2020). Aan de andere kant zorgt de aankondiging voor een eerder negatieve impact op de waardering van de aandelen van de overnemende partij (Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004). Dat omdat de koper kampt met verschillende onzekerheden over de transactie (Chadam, 2018). Hoewel dat voornamelijk bij beursgenoteerde bedrijven van toepassing is, is het in de privésector ook cruciaal dat de raad van bestuur allereerst de nodige strategische analyse doet (Aggarwal-Gupta et al., 2012).

Daarnaast is een raad van bestuur gehouden om de ondernemingswaarde te maximaliseren. Dat gaat van de besluitvoering over leiderschap tot bijstand leveren in complexe situaties zoals een verkoopproces (Merendino & Melville, 2019). Zo moet de raad van bestuur van een doelbedrijf meer duiding geven in het al dan verder zetten van het M&A-proces en in het al dan niet accepteren van het bod (Henry, 2005). Dat door het proces telkens met juridische en financiële experts te evalueren. Hierbij zal men de focus leggen op de aangeboden prijs, de strategische fit en de impact op de belangengroepen (Henry, 2005). Op basis van die evaluatie doet de raad van bestuur een aanbeveling omtrent het al dan niet accepteren van het bod.

Tot slot heeft de raad van bestuur een ethische functie tijdens overnames en fusies (Henry, 2005). De raad van bestuur is verantwoordelijk voor beslissingen die van invloed zijn op de toekomst van het bedrijf. Hierdoor moeten ze dus handelen in overeenstemming met wettelijke en ethische principes (Gold, 2019). Zo mogen de bestuursleden van een doelbedrijf geen handelingen stellen, met betrekking tot de activiteiten en relaties van het bedrijf, die het bod drastisch zou doen veranderen. Bestuursleden moeten dus telkens goedkeuring krijgen van de algemene vergadering (Henry, 2005). Daarnaast hebben ze ook een loyaliteitsplicht, die inhoudt dat bestuursleden geen persoonlijke belangen mogen nastreven (Gold, 2019). Hierbij moeten ze hun aanbevelingen afstemmen op basis van de lange termijn voordelen voor de onderneming (Henry, 2005).

2.2) M&A – Mergers & Acquisitions

Voordat we het proces van een M&A in kaart kunnen brengen, gaan we verder in op de definiëring van de overname, de fusie en de motieven hierachter. Een M&A is een strategische bedrijfsbeslissing die éénduidig lijkt te zijn. Toch ontstaat er soms verwarring bij de vergelijking tussen fusies en overnames (Junni & Teerikangas, 2019). Er zijn dan ook verschillende soorten van beide strategische beslissingen (Junni & Teerikangas, 2019).

2.2.1) Fusies en overnames gedefinieerd

Eerder in het onderzoek werd reeds aangehaald dat M&A-procedures complexe situaties kunnen zijn. Om het proces van een M&A volledig te kunnen begrijpen, is het dus cruciaal om allereerst te verduidelijken wat het onderzoek verstaat onder de term 'Overname'. Hoewel we in de wetenschappelijke literatuur meerdere definities terugvinden over de overname definiëren we een overname aan de hand van twee definities:

"Een overname betekent dat het overnemende bedrijf de eigendom verwerft van het doelbedrijf als geheel of van een afgebakende set activa die voorheen eigendom waren van het doelbedrijf. Een overname zelf geeft niet aan of en hoe het doelbedrijf zal worden geïntegreerd in het overnemende bedrijf" (Popp, 2013, p.48).

"Een overname kan worden gedefinieerd als de activiteiten waarmee overnemende bedrijven meer dan 50% van het eigen vermogen van doelbedrijven kunnen controleren, terwijl bij een fusie ten minste twee bedrijven worden samengevoegd tot een 'nieuwe' juridische entiteit" (Piesse, Lee, Lin & Kuo, 2022, p.541).

Naast de overname kan een M&A ook betrekking hebben op een fusie. Ondanks de termen fusie en overname wel eens door elkaar worden gebruikt, verschilt de fusie van een overname. In tegenstelling tot een overname, waarbij de ene partij de andere 'opkoopt', wordt de fusie gekenmerkt door twee organisaties die samensmelten tot één nieuwe organisatie.

"Een fusie is de juridische activiteit waarbij twee of meer organisaties samenkomen en slechts één bedrijf overleeft als een juridische entiteit" (Malik, Anuar, Khan, & Khan, 2014, p. 521).

"Een fusie vindt plaats wanneer één of meer bedrijven samengaan met een ander bedrijf en vervolgens het bedrijf verdwijnt of niet meer bestaat. Terwijl een overname de activiteit is waarbij aandelenbezit in een bedrijf wordt overgedragen aan een ander bedrijf, of met andere woorden, de aandelen of activa van een bedrijf worden gekocht door de koper" (Candra, Priyarsono, Zulbainarni, & Sembel, 2021, p.3).

Ten slotte kunnen fusies en overnames ook verschillende vormen aannemen (Junni & Teerikangas, 2019). Ten eerste kan er sprake zijn van een horizontale overname of fusie. We spreken van een horizontale overname of fusie wanneer de transactie plaatsvindt tussen twee bedrijven in dezelfde sector (Candra et al., 2021). Dat soort fusies of overnames resulteren volgens de wetenschappelijke

literatuur tot een verhoogd marktaandeel, kostenverlaging en nieuwe marktkansen (Tremblay, Tremblay, Tremblay, & Tremblay, 2012). Als tegenhanger van de horizontale M&A zien we in de markt ook verticale fusies en overnames plaatsvinden. We spreken over een verticale M&A-transactie wanneer twee bedrijven in hetzelfde productieproces een M&A-transactie aangaan (Candra et al., 2021). Aangezien dat zorgt voor productie- en operationele voordelen genieten de partijen van schaalvoordelen (Tremblay et al., 2012). Ten slotte kunnen overnames en fusies ook getypeerd worden als conglomeraten. Hierbij slaan twee verschillende bedrijven uit verschillende sectoren de handen in elkaar met als doel om de activiteiten te diversifiëren (Talpova & Balderas, 2019).

Kortom, binnen het kader van M&A spreken we zowel over fusies als overnames. Enerzijds wordt in dit onderzoek gesproken over een overname wanneer een onderneming, conform met bovenstaande definities, meer dan 50% van de eigenaarschap bemachtigd wordt (Piesse et al., 2022; Popp, 2013). Anderzijds spreken we over een fusie wanneer twee of meer entiteiten zich, conform met bovenstaande definities, samensmelten tot één nieuwe organisatie (Candra et al., 2021; Malik et al., 2014). Bovendien zijn er ook verschillende soorten overnames en fusies. Zo kunnen bedrijven opteren voor een horizontale- en verticale transactie of een conglomeraat (Candra et al., 2021; Tremblay et al., 2012).

2.2.2) Het proces van de M&A

Eerder in het onderzoek werd duidelijk dat een M&A een complexe goed doordachte strategische beslissing is. Een proces van een fusie of overname doorloopt hierdoor dus ook verschillende fases. Gezien de complexiteit van het proces zien we dat de wetenschappelijke literatuur diverse manieren heeft om het proces van een M&A te schetsen. Zo kan het proces volgens de literatuur opgedeeld worden in twee à drie fases: De fase voor de M&A, de fase tijdens de M&A en de fase na de M&A-transactie (Calipha, Tarba, & Brock, 2010). Daarnaast zijn er ook bronnen terug te vinden die het proces uitwerken aan de hand van termen zoals idee, rechtvaardiging, integratie en resultaat (M. Carpenter & Sanders, 2007). Aangezien de bepalende activiteiten volgens Dikova, Sahib, and Van Witteloostuijn (2010) plaatsvinden in de pre-deal fase en de rol van de bestuursleden in die fases aan belangrijkheid wint, maakt dit onderzoek gebruik van de tweedelige uitwerking van Bauer and Matzler (2014).

Om de rol van de raad van bestuur tijdens het M&A-proces te bepalen, zal deze studie dus de focus leggen op de pre-deal fase van het M&A-proces. Dat omdat de M&A-transactie volgens de literatuur voornamelijk bepaald wordt door de gestelde handelingen in de pre-deal fase (Calipha et al., 2010; Dikova et al., 2010). Die fase wordt door de wetenschappelijke literatuur als volgt gedefinieerd:

"De pre-M&A-fase is de fase is die plaatsvindt vóór de daadwerkelijke afsluiting, waarbij er daadwerkelijk een verandering van eigendom van het samengevoegde of overgenomen bedrijf plaatsvindt" (Calipha & Brock, 2019, p.15).

Afleidend uit de definitie, en conform met Haspeslagh and Jemison (1991), merken we op dat de pre-deal fase een cruciale fase is in de bepaling van het eindresultaat van de verkoop (Welch et al., 2020). Zo zullen fouten in de voorbereiding later in het proces zichtbaar worden en terugverwijzen naar de pre-deal fase (Welch et al., 2020).

2.2.2.1) Fases binnen de pre-deal

Initiëring

De initiëring van de M&A is de allereerste stap in de pre-deal fase. Hierbij gaat de onderneming achterhalen wat aan de basis ligt voor het uitvoeren van een M&A, of anders gezegd het identificeren van de motieven. Volgens Welch et al. (2020) zijn fusies en overnames gebaseerd op drie soorten aanleidingen. Ten eerste kan een overname-of fusiebeslissing gezien worden als een rationele keuze, om zo een brede waaier aan doelen te kunnen bereiken (Welch et al., 2020). Verder kan een M&A ook gemotiveerd worden door het willen bereiken van marktaandeel, schaalvoordelen, kostenvoordelen of diversificatie (Welch et al., 2020). Ten slotte kunnen M&A-processen ook tot stand komen vanwege macro-economische ontwikkelingen (Welch et al., 2020). Toch vinden we in de literatuur ook nog andere motieven die aan de basis kunnen liggen om over te gaan tot M&A. In aanvulling op de bevindingen van Welch et al. (2020), merken Calipha et al. (2010) op dat het willen bereiken van synergiën vaak aan de basis ligt om al dan niet over te gaan tot fusie of overname. In businesstaal refereert dat naar de mogelijkheid van twee of meerdere entiteiten om de ondernemingswaarde naar een hoger niveau te tillen door gezamenlijke prestaties (Calipha et al., 2010). Die synergiën kunnen een operationele en/of financiële aard hebben en worden bereikt via een fusie of een overname (Malik et al., 2014).

Hoewel de wetenschappelijke literatuur voornamelijk bestaat uit de bepaling van de motieven langs de koperszijde, focust het onderzoek van Zha Giedt (2017) zich op de motieven van de verkoper. Hierbij kwam de studie tot de conclusie dat er langs de verkoperszijde diverse motieven geïdentificeerd kunnen worden. Ten eerste wijst het onderzoek financiële- en liquiditeitsbeperkingen aan als veelvoorkomende drijfveer voor bedrijven om strategische alternatieven te overwegen (Zha Giedt, 2017). Verder merkt Zha Giedt (2017) op dat groeipotentieel ook een belangrijke factor kan zijn. Zo hebben bedrijven die een verkoop overwegen doorgaans lagere operationele prestaties (Zha Giedt, 2017). Om te kunnen groeien beseffen ze dan dat ze aanspraken moeten doen op anorganische groei.

Kortom, uit bovenstaande analyse leiden we af dat de wetenschappelijke literatuur verschillende motieven identificeert die aan de basis kunnen liggen van de opstart van een M&A-proces. Toch merken Calipha and Brock (2019) in hun gevalstudie op dat er hoofdzakelijk twee motieven naar voor komen. Zo ondervinden ze dat M&A-transacties, geïnitieerd door de dominante partij, gedreven worden door het willen bereiken van marktaandeel (Calipha & Brock, 2019). Voor de target daarentegen is de M&A dikwijls gemotiveerd door het willen bekomen van financiële middelen of uit interesse om bij een grotere groep te behoren (Calipha & Brock, 2019).

Screenen kandidaten

De tweede stap die men onderneemt in de pre-deal fase is het selecteren van het doelwit of overnemer. Nadat men de motieven naast elkaar heeft gelegd, en het duidelijk werd welk doel de onderneming wil nastreven, volgt de selectie van het doelwit. Dit proces betreft de identificatie en prescreening van potentiële entiteiten (Calipha et al., 2010). Hierbij wordt gesteund op het netwerk en externe adviseurs voor advies en zullen complementaire en supplementaire aspecten in acht worden genomen (Calipha & Brock, 2019).

Echter, dit onderzoek centraliseert zich rond de rol van de bestuursleden van de doelonderneming. Hierdoor zal bovenstaand proces in de verdere uitwerking van het onderzoek slechts beperkt aan bod komen. Toch zijn er ook situaties mogelijk waarbij de verkoper de koper zelf benadert. In perspectief van de verkoper zal de verkoper in deze fase trachten haar vennootschap zo aantrekkelijk mogelijk te maken (H. Johnson, 2007). De verkoper zal hierdoor haar administratie, juridische geschillen en financiële data zoals de boekhouding op orde moeten stellen. Daarnaast zal voornamelijk gekeken worden naar de fit en toekomstige waardencreatie (Calipha & Brock, 2019).

Verantwoording aan raad van bestuur

Nadat de koperkandidaten volgens criteria opgelijst werden, vindt er een verantwoording aan de raad van bestuur plaats (Calipha & Brock, 2019). Het opgestelde M&A-team of betrokken management moet hun keuzes namelijk verantwoorden en beargumenteren (Calipha & Brock, 2019). Voordat een andere entiteit bedanderd wordt, moet de raad van bestuur dus ingelicht worden. Het proces zal dan verder gezet worden met het opmaken van een LOI, ook wel "Letter Of Intent" (Peter & Liebeskind, 2005). Volgens de wetenschappelijke literatuur is dat een soort intentieverklaring van een of meer partijen, waar de fundamentele aspecten om een transactie aan te gaan in worden vastgelegd (Peter & Liebeskind, 2005).

Onderhandelingen en due diligence

Verder in de pre-deal fase zal men overgaan naar een proces van onderhandelingen. In die fase zitten beiden partijen rond de tafel en streven ze ernaar om alle vereisten en voorwaarden van de deal om te zetten in een 'Share Purchase Agreement' (Bruner & Perella, 2004). Daarvoor zullen de partijen onderhandelen met elkaar en de nodige due diligence voeren. Meer specifiek, controlevoering doen op de gezondheid en legaliteit van de andere partij (Popp, 2013). Verder gaat men tijdens de due diligence de strategische passendheid evalueren en mogelijke synergieën identificeren (Aggarwal-Gupta et al., 2012). Aangezien deze fase gekenmerkt wordt door grondig onderzoek, is het van cruciaal belang dat de target haar boekhouding op orde heeft (H. Johnson, 2007). Daarnaast wordt er ook een analyse gedaan naar de cultuur, de grootte, verloning en dergelijke aspecten. Dat om een beter beeld te scheppen van de strategische fit (Calipha & Brock, 2019). Ook voor de verkoper is het belangrijk om de nodige analyses te maken. Zo kan een mismatch desastreuze gevolgen hebben voor de shareholders van het bedrijf (Aggarwal-Gupta et al., 2012).

Waardering, financiële voorwaarden en financiering

Als voorlaatste stap in het proces van een overname of fusie zal het doelwit correct gewaardeerd moeten worden. Verder worden andere financiële aspecten die betrekking hebben op de deal bepaald. Hierbij is de gevoerde due diligence van beide partijen cruciaal. Het is door de due diligence dat er geen verrassingen zullen zijn over de financiële status en legaliteit van de ondernemingen (Welch et al., 2020). Aangezien dit proces uiterste efficiëntie en nauwkeurigheid vereist, doet de overnemende partij in deze stap beroep op externe experts, zoals financiële analisten en juristen (Welch et al., 2020).

Aankondiging

Nadat beide partijen voorwaardelijke overeenkomsten afgesloten hebben en de juridische documentatie behandeld hebben, volgt in de privésector de fase van aankondiging (Welch et al., 2020). Hoewel de aankondiging een kleine invloed lijkt te hebben, is het toch niet onbelangrijk om hierbij stil te staan. Volgens de wetenschappelijke literatuur heeft de manier waarop de aankondiging gedaan wordt, en de inhoud ervan, een sterke impact op het M&A-proces enerzijds en de M&A-afronding anderzijds (Lehn & Zhao, 2006). Echter, of doelondernemingen in de aankondigingsfase communicatietactieken toepassen om het M&A-proces te beïnvloeden of te stimuleren is in de literatuur niet concreet bepaald (Welch et al., 2020).

Closing

Ten slotte wordt het M&A-proces afgerond door het ondertekenen van de 'Share Purchase Agreement' (DePamphilis, 2019). Daarnaast dienen de partijen wettelijke documenten in bij toezichthouders op effecten en zoeken ze, eventueel nodig, goedkeuring van mededingingsautoriteiten (DePamphilis, 2019). Hoewel dit de eindfase is van de pre-deal, is het nog steeds mogelijk dat de deal wordt afgebroken. Zo is het mogelijk dat de deal gedeeltelijk of volledig wordt teniet gedaan door de antitrustautoriteiten (Welch et al., 2020). Bovendien kunnen partijen in de closingfase nog steeds afstand doen van de overeenkomst. Echter, er zijn vaak consequenties aan verbonden die in de onderhandelingsfase werden vastgelegd (Welch et al., 2020).

2.2.3) Rol van de raad van bestuur in de pre-deal fase

De rol van raad van bestuur is sterk geëvolueerd over de jaren heen (Pisano et al., 2017). Terwijl het bestuursorgaan vroeger beschouwd werd als een soort formele institutie om het management te versterken, worden ze nu meer beschouwd als een soort agent die instaat voor het waarborgen van de belangen van de aandeelhouders (Pisano et al., 2017). Dat door gedragingen van het management nauw te monitoren (Pisano et al., 2017).

Hoewel de verantwoordelijkheden van bestuursleden variëren van industrie tot industrie en van onderneming tot onderneming, is de rol van de raad van bestuur definieerbaar in twee woorden:

paraatheid en toezicht. Ten eerste hebben de bestuursleden een 'duty of care' (Eckstein & Parchomovsky, 2018). Zo moet de raad van bestuur bij het aan-of verkopen of fuseren van de ondernemingsactiviteiten adequaat toezicht houden op het management. Dat met de focus op strategiebepaling en naleving van wettelijke verplichtingen, zoals openbaarmakingen (Eckstein & Parchomovsky, 2018). Ten tweede heeft de raad van bestuur ook een loyaliteitsplicht (Gold, 2019). De loyaliteitsplicht vereist dat een bestuurder handelt in het belang van de onderneming. Ten slotte is de raad van bestuur het ultieme besluitvormende orgaan en dragen ze dus de eindverantwoordelijkheid van genomen beslissingen tijdens een verkoop (Eckstein & Parchomovsky, 2018). In dit onderdeel zal het onderzoek zich verdiepen in de aanwezigheid van de raad van bestuur tijdens de verschillende fases van de pre-deal.

2.2.3.1) De rol bij de initiëring

De eerste fase van de pre-deal fase wordt gekenmerkt door het identificeren van de reden om over te gaan tot overname of fusie (Calipha & Brock, 2019). Hierbij worden de motieven duidelijk gedefinieerd en wordt de basis gelegd voor de strategiebepaling. Afhankelijk van de soort verkoop zal de raad van bestuur een strategische rol spelen tijdens de initiëring van een verkoop (Stiles & Taylor, 1996). Zo is een verkoop met groeiopportuniteiten als motief een strategische keuze die meestal door de raad van bestuur geïnitieerd zal worden (Stiles & Taylor, 1996). verder blijkt uit de literatuur dat vroege betrokkenheid van de raad van bestuur in het M&A-proces gunstige resultaten oplevert (Demirtaş, 2017).

2.2.3.2) De rol bij de verantwoording

Zoals de term duidelijk maakt, heeft de raad van bestuur van de doelonderneming hier een oordelende rol. De bestuursleden zullen in deze fase de taak hebben om de 'gekozen' entiteit(en) al dan niet goed te keuren (Calipha & Brock, 2019). Daarnaast dienen de bestuursleden in deze fase een skeptische bril op te zetten en gerichte vragen te stellen aan het management (Galpin, 2014). Hierbij tracht het bestuursorgaan een beter beeld te krijgen van de werkelijke motivaties en overtuigingen met betrekking tot de overname of fusie (Galpin, 2014).

2.2.3.3) De rol tijdens de onderhandelingen

Omdat fusies en overnames doorgaans leiden tot een kloof tussen de belangen van aandeelhouders en het management is M&A een van de meest omstreden onderwerpen in de businesswereld (Demirtaş, 2017). Aan de ene kant maken aandeelhouders zich bij de verkoop van het bedrijf zorgen over de aangeboden prijs. Aan de andere kant maakt het management, naast de aangeboden prijs, zich ook zorgen over hun carrière na de verkoop. Zo blijkt uit wetenschappelijk onderzoek dat slechts vijftig procent van de CEO's hun positie als manager kan behouden na de M&A (Demirtaş, 2017). Hierdoor kunnen er belangenconflicten ontstaan tijdens de uitvoering van onderhandelingen. Zo is het volgens literatuur plausibel dat het topmanagement genoeg zal nemen met een lagere overnameprijs in ruil voor hoger eigen gewin (Demirtaş, 2017). Aangezien de raad van bestuur verantwoordelijk is voor de bescherming van de belangen van de aandeelhouders dienen zij gedurende de onderhandelingsfase het topmanagement/M&A-team te monitoren en te adviseren (Demirtaş, 2017). Bestuursleden moeten dus agency conflicten voorkomen en terwijl hun onafhankelijkheid in het proces waarborgen (Demirtaş, 2017).

2.2.3.4) De rol tijdens de due diligence

De due diligence fase is een zeer bepalend onderdeel van de pre-deal fase. Zoals reeds vermeld gaat men in die fase de synergieën, de strategische fit, de gezondheid en legaliteit van de andere partij grondig onderzoeken (Panicker, 2022). Hierbij is het de rol van de raad van bestuur om toezicht te houden op het topmanagement/M&A-team. Verder is het de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur om ervoor te zorgen dat de belangen van alle belanghebbenden binnen het bedrijf zorgvuldig worden afgewogen. Naast de verkoopprijs moet de raad van bestuur ook niet-financiële criteria in overweging nemen, zoals de reputatie van de koper, en culture overeenstemmingen (Pugliese et al., 2009). Aangezien het de taak van de raad van bestuur is om de belangen van de shareholders te waarborgen, dienen de bestuursleden dus 'red flags' op te merken en te voorkomen (Calipha & Brock, 2019). Verder dient de verkoper in de due diligence fase te ontdekken of er grote culturele verschillen zijn met de koper en wat de impact daar van zal zijn op de productiviteit (Panicker, 2022).

2.2.3.5) De rol bij de aankondiging

De corporate communicatie in de context van fusies en overnames dient gecoördineerd te worden door het senior executive team en indien nodig goedgekeurd te worden door de raad van bestuur (Haleblian & Finkelstein, 1999). In de meeste gevallen zal de CEO de communicatie-inspanningen leiden, maar in bepaalde omstandigheden kan een onafhankelijke voorzitter betrokken zijn (Haleblian & Finkelstein, 1999). Daarnaast dient de raad van bestuur belangrijke openbaarmakingen over de deal te beoordelen en de verschillende belanghebbende in te lichten om een soepele overgang te garanderen (Huse, 2007).

2.2.3.6) De rol tijdens de closing

Hoewel de raad van bestuur een beperkte doorslaggevende functie heeft, zullen ze op het einde van de pre-deal fase de transactie beoordelen. Op basis van hun eigen bevindingen en de verkregen informatie over de transactie van het topmanagement/M&A-team zal de raad van bestuur een aanbeveling doen aan de aandeelhouders (Coates, 2015). Al dan niet op basis van die aanbeveling zal de aandeelhouder uiteindelijk de eindbeslissing nemen (Coates, 2015). Ten slotte dient de raad van bestuur het Share Purchase Agreement met de bijbehorende term sheet te tekenen (Welch et al., 2020).

2.3) Invloedrijke factoren

Zoals reeds vermeld is een raad van bestuur gehouden om het management te monitoren en de juiste aanbevelingen te geven ter bevordering van het belang van de aandeelhouders. Dat door het management adequaat te begeleiden bij het maken van belangrijke beslissingen in complexe situaties (Gregory, 2014). Onderzoek toont dan ook aan dat de adviesverlening door de raad van bestuur een belangrijke factor is doorheen het M&A-proces (Henry, 2005). Hierdoor is het zeer belangrijk dat de leden van de raad van bestuur beschikken over de juiste vaardigheden, expertise en kennis (Bange & Mazzeo, 2004). In de literatuur worden dan ook verschillende aspecten

besproken die een invloed hebben op hoe de raad van bestuur doorheen dat proces fungeert. In dit onderdeel worden die factoren besproken.

2.3.1) De samenstelling van de raad van bestuur

De samenstelling van de leden van de raad van bestuur is een bepalende factor in de besluitvorming omtrent belangrijke onderwerpen zoals een fusie en overnames (McDonald et al., 2008). Een raad van bestuur kan namelijk verschillende samenstellingen hebben. Ten eerste zijn er volgens de literatuur interne bestuurders (Redor, 2016). Dat zijn volgens Coles et al. (2008) bestuurders die ook betrokken zijn met de operationele activiteiten van de onderneming. Daarnaast zijn er binnen de raad van bestuur ook bestuurders aanwezig die niet betrokken zijn met de operationele activiteiten. In dat geval spreken we van externe bestuurders. Volgens de wetenschappelijke literatuur zijn er binnen de externe bestuurders twee soorten bestuurders. Ten eerste zijn er 'independent outside directors' (Kroll et al., 2008; Redor, 2016). Dat zijn personen die in de literatuur omschreven worden als bestuurders die geen materiële relatie hebben met het bedrijf of het management van het bedrijf (Redor, 2016). Ten slotte is het ook mogelijk dat de aandeelhouders mee zetelen in de raad van bestuur. In dat geval heeft de wetenschappelijke literatuur het over 'blockholder directors' (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988).

2.3.1.1) Interne bestuursleden

Ten eerste kan het bestuur mede gevormd worden door interne leden. Hierbij bevat de raad van bestuur bestuurders die naast de bestuursfunctie nog een andere relationele verhouding hebben met de operationele activiteiten van het bedrijf (Chadam, 2018). Aangezien ze ook verbonden zijn met de operationele activiteiten van de onderneming zijn interne bestuurders goed in de bepaling van een strategie die conform is met de operationele haalbaarheid. Daarnaast kunnen zulke bestuurders sneller en correcter informatie doorspelen van het management naar de raad van bestuur (Coles et al., 2008). Ten slotte liggen de belangen bij interne bestuurders doorgaans op één lijn met die van de aandeelhouders en het management (Redor, 2016). Hierdoor zal een doelonderneming enkel een bod accepteren wanneer het de gehele onderneming ten goede komt (Redor, 2016). Echter, een te hoge proportie aan interne bestuursleden zorgt voor een zwakkere monitoring en kan leiden tot opportunistische gedragingen (Beatty & Zajac, 1990). Hierdoor zou de verkoper mogelijks niet kritisch genoeg zijn en toekomstgericht foute keuzes maken (Chadam, 2018).

2.3.1.2) Externe bestuursleden

Aangezien interne bestuurders op vlak van verkoop beperkte mate aan expertise hebben, zijn externe bestuursleden onmisbaar voor het bereiken van een optimale werking van de raad van bestuur. De externe bestuurders zorgen volgens onderzoek voor een efficiëntere besluitvoering in complexe situaties, zoals fusies en overnames (Kroll et al., 2008). Daarnaast hebben externe bestuursleden vaak een betere 'out of the box look' en zijn ze waakzamer om slechte deals te vermijden (Redor, 2016). Zulke bestuurders hebben vaak ervaring en expertise met soortgelijke situaties, wat resulteert in succesvollere verkoopprocessen (Peng & Fang, 2010). Verder haalt

Huang et al. (2014) aan dat onafhankelijke bestuurders door hun expertise en ervaring een netwerk aan personen met zich meebrengen.

Toch zijn er ook nadelen verbonden aan de externe bestuurder. Ondanks de positieve aspecten die externe bestuurders met zich meebrengen, kunnen er agency problemen opduiken door uiteenlopende belangen (Martín & Herrero, 2018). Onafhankelijke bestuurders stellen bijvoorbeeld niet altijd dezelfde belangen als die van de andere bestuurders voorop. Aangezien ze een beperkte identificatie hebben met de belangen van de ondernemingen durven de onafhankelijke bestuurders van een doelbedrijf sneller de eigen belangen naar voor te schuiven (Redor, 2016). Dat door bijvoorbeeld een bepaald bod bewust af te slaan om zo de positie als bestuurslid te kunnen behouden (Redor, 2016). Ook bij de 'blockholder' bestuurders kunnen er onderling uiteenlopende belangen zijn (Kroll et al., 2008).

Bovendien is niet elke persoon geschikt om in een raad van bestuur te zetelen. Ondanks onderzoek aantoonde dat een gediversifieerde raad van bestuur gepaard gaat met betere besluitvoering, is toch niet elke actor een gunstige toevoeging aan de raad van bestuur (Redor, 2016). Zo ondervindt de literatuur dat het doen zetelen van financiële experts in een raad van bestuur niet altijd een voordelig resultaat oplevert (Güner et al., 2008). Echter, dat hangt volgens Güner et al. (2008) af van de functie van de betrokken persoon bij de financiële instelling. Enerzijds zijn er financiële adviseurs die het bestuurdersmandaat gescheiden houden van de financiële instelling. Anderzijds zijn er ook de adviseurs waarbij het bestuurdersmandaat verbonden is met een financiële instelling. Die personen zullen eventueel de belangen van die instelling in het achterhoofd houden, wat mogelijks ongunstig is (Güner et al., 2008).

Samengevat, uit de literatuur valt af te leiden dat een combinatie van zowel interne als externe bestuursleden zorgt voor een beter M&A-proces (Redor, 2016). Die combinatie creëert volgens Martín and Herrero (2018) een evenwichtiger besluitvoering en sluit optimistische gedragingen uit. Ook Merendino and Melville (2019) komen tot de conclusie dat een gezonde mix van interne, blockholders en onafhankelijk externe bestuurders cruciaal is om de onderneming succesvol doorheen een M&A te leiden.

2.3.2) Mate van eigenaarschap

Ten tweede heeft de mate van eigenaarschap van de bestuursleden een invloed. Het aanhouden van vermogen in de onderneming zorgt ervoor dat de belangen van de bestuurders op één lijn liggen met die van de andere aandeelhouders (Hambrick & Jackson, 2000). Uitgaande van de 'agency theory', die stelt dat men steeds zal streven naar de vervulling van het eigen belangen, Zal de overeenstemming van de belangen resulteren in vermindering van agency kosten (Kroll et al., 2008). Hierdoor zullen de bestuurders die hun eigen belang nastreven ook het belang van de aandeelhouders stimuleren (Henry, 2005). Zo komen Stulz, Walkling, and Song (1990) tot de conclusie dat bij een verkoop het welzijn van de aandeelhouders van een doelonderneming positief gecorreleerd is met senior management ownership (Stulz et al., 1990). Topmanagers die aandelen bezitten hebben namelijk een hogere betrokkenheid met de M&A-transactie. Hierdoor zullen ze

naast hun functie als manager ook denken als een aandeelhouder en dus streven naar het doen opkrikken van de ondernemingswaarde (Stulz et al., 1990).

2.3.3) CEO-dualiteit

Wanneer we het hebben over de raad van bestuur kunnen we onderscheid maken tussen twee soorten systemen van samenstelling. Ten eerste is er het one-tier model (Block & Gerstner, 2016). Dit model wordt gekenmerkt door een bestuur waarbij zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders zetelen in de raad van bestuur. In dat geval is het dus mogelijk dat de CEO ook zetelt als voorzitter van de raad van bestuur (Block & Gerstner, 2016). Aangezien CEO-dualiteit niet in alle gevallen voldoet aan de legaliteit volgens het wettelijk stelsel, is er ook het two-tier systeem (de Sousa Guimaraes & Trevisan, 2022). Zo is CEO-dualiteit verboden voor Belgische beurgenoteerde bedrijven en gebruiken zij dus een two-tier systeem. In het two-tier systeem worden de uitvoerende en de controlerende taken van elkaar gescheiden. Hierdoor zijn uitvoerende bestuurders enkel verantwoordelijk voor dagelijkse operationele activiteiten en niet-uitvoerende bestuurders voor het toezicht op die uitvoerende bestuurders (Bezemer, Peij, De Kruijs, & Maassen, 2014).

Aangezien in de privésector het one-tier systeem wel toegelaten is, is het ook belangrijk om te kijken naar de gevolgen van al dan niet opteren voor CEO-dualiteit. Dat houdt in dat de CEO, naast zijn operationele macht, ook zetelt als voorzitter van de raad van bestuur (Desai, Kroll, & Wright, 2003). Enerzijds stelt de 'Agency Theory' dat CEO-dualiteit de onafhankelijkheid van de bestuurdersbeslissingen ondermijnt (Chen, 2018; Redor, 2016). Anderzijds stelt de 'Stewardship Theory' dat de belangen van de operationele en strategische bestuursorganen op één lijn komen te liggen (Redor, 2016). De theorie gaat uit van het feit dat het combineren van de rollen als CEO en voorzitter van de raad van bestuur zorgt voor een betere focus op de doelen, wat een snellere reactie op externe zaken teweeg brengt (Boyd, 1995). Daarnaast stellen Bange and Mazzeo (2004) in hun onderzoek dat CEO-dualiteit voordelen oplevert voor de 'shareholder gains' van het doelbedrijf (Bange & Mazzeo, 2004). De verkoper heeft namelijk meer kans op het krijgen van een bypass offer wanneer de CEO van het doelwit ook voorzitter is van de raad van bestuur. Dit suggereert dat het concentreren van de macht in de handen van de CEO gunstig kan zijn voor de doelaandeelhouders (Bange & Mazzeo, 2004). Desai et al. (2003) daarentegen weerleggen die bevindingen en stellen dat CEO-dualiteit de onafhankelijkheid van het bestuur teniet doet.

2.3.4) Board size

Ten slotte heeft de grootte van het bestuur ook een impact op het verloop van een overname of fusie (Martín & Herrero, 2018). Bij een overname of fusie is het voor een doelonderneming zeer belangrijk om alles goed te kunnen coördineren en communiceren. De optimale hoeveelheid personen die zetelen in een raad van bestuur is volgens de literatuur dan ook slechts zeven à acht personen (Lipton & Lorsch, 1992). Echter, dat is zeer bedrijfsspecifiek. Zo gaan complexe ondernemingen en omgevingen samen met een nood aan een groot en divers bestuur en kleinere ondernemingen samen met een eerder klein bestuur (Redor, 2016). Ondanks de grootte van het

bestuur gevolgen heeft op de manier en de efficiëntie van de besluitvoering binnen de raad van bestuur, heeft het geen significante impact (Chadam, 2018).

3. Methodologie

In de academische wereld worden onderzoekers geconfronteerd met de uitdaging om de meest geschikte onderzoeksbenadering te kiezen om een bepaald fenomeen te bestuderen. Volgens de literatuur zijn er twee benaderingen die in het kader van een kwalitatief onderzoek het meest gebruikt worden. Aan de ene kant is er de methode van de 'Grounded Theory' (Mfinanga, Mrosso, & Bishibura, 2019). Die benadering legt de nadruk op het genereren van theorieën die als gegrond beschouwd worden in eerder verzamelde gegevens, zonder voorafgaande hypothesen of aannames te maken (Chun Tie, Birks, & Francis, 2019). Uit de wetenschappelijke literatuur leiden we hierdoor af dat de Grounded Theory voornamelijk toepasbaar is wanneer er weinig literaire informatie beschikbaar is en men menselijke gedragingen wil onderzoeken in een relatief gevoelige context (Mfinanga et al., 2019). Aan de andere kant wordt kwalitatief onderzoek ook gevoerd aan de hand van de 'Case Study' benadering. Volgens de wetenschappelijke literatuur zijn er verschillende wijzen om die theorie te definiëren. Ten eerste kan de benadering gedefinieerd worden als een intensieve studie over een persoon, groep mensen of een eenheid (Gustafsson, 2017). Hierbij wordt een generalisatie gemaakt over verschillende eenheden. Ten tweede kan de methode gedefinieerd worden in termen van het onderzoeksproces waarbij het empirisch onderzoek een hedendaags fenomeen onderzoekt binnen het echte leven (Yin, 2009).

In tegenstelling tot de Grounded Theory, die idealiter gebruikt wordt voor het exploreren van sociale relaties en gedragingen, is de case studie benadering meer gefocust rond specifieke, unieke en begrensde systemen (Mfinanga et al., 2019). Daarnaast stelt Eisenhardt (1989) dat de case study hoofdzakelijk toepasbaar is voor nieuwe onderzoeksgebieden waarvoor bestaande theorie ontoereikend is. Hierdoor wordt er in dit onderzoek geopteerd voor een gevalstudie als onderzoeksmethode.

3.1) Verkennende case studie

Hoewel overnames en fusies in de business wereld een 'hot topic' zijn, is er toch beperkte mate aan literatuur beschikbaar over de rol van de raad van bestuur van de doelonderneming tijdens een M&A. Aangezien het onderzoek tot doelstelling heeft om een basisbegrip te vormen over de rol van de raad van bestuur van de verkoper tijdens M&A's, voeren we een verkennende case studie uit (Hassan, 2023). Verder biedt het onderzoek contextuele en diepgaande inzichten over een complex fenomeen, wat volgens Yin (2018) de voornaamste aspecten zijn voor de uitvoering van een verkennende case studie. Ten slotte stellen Baxter and Jack (2008) dat de uitvoering van een verkennende case studie nuttig is voor het begrijpen van nieuwe of slecht begrepen fenomenen. Aangezien de rol van de raad van bestuur in de wetenschappelijke literatuur niet concreet gedefinieerd is en M&A voornamelijk besproken wordt vanuit het perspectief van de koper, is een verkennende case studie de meest geschikte benadering om een basisbegrip te vormen over de rol van de raad van bestuur van de verkoper (Baxter & Jack, 2008).

3.2) Semigestructureerde diepte-interviews

Ter uitvoering van de verkennende case studie werden acht semigestructureerde diepte-interviews gevoerd. Het gebruik van diepte-interviews biedt de mogelijkheid om diepgaande kwalitatieve gegevens te verzamelen. Dat resulteert volgens Hassan (2023) in waardevolle ervaringen en perspectieven over het onderwerp. Zo biedt de uitvoering van interviews de mogelijkheid om over complexe aspecten dieper in te gaan (Rubin & Rubin, 2011).

Aangezien in semigestructureerde diepte-interviews voornamelijk gepolst wordt naar eigen meningen en verhalen, is het belangrijk om rekening te houden met de betrouwbaarheid van de gegevens (Rubin & Rubin, 2011). Om de betrouwbaarheid van de verworven inzichten vanuit de diepte-interviews te behouden, worden de gegevens getoetst aan de bevindingen uit de wetenschappelijke literatuur. Bovendien werden er acht semigestructureerde interviews afgelegd, wat volgens de literatuur voldoende is om verbanden te kunnen leggen (Eisenhardt, 1989). Zo stelt Eisenhardt (1989) dat vier tot tien cases voldoende zijn om patronen, trends en theoretische inzichten te kunnen identificeren.

Voordat het interview van start ging, werd aan de respondent gevraagd om het document 'Geïnformeerde Toestemming' door te nemen en te tekenen. Na het doornemen van dat document werd allereerst achtergrondinformatie verworven over de respondent, namelijk functie, loopbaan en relatie met het onderwerp. Daarna werd het interview verder gezet met vragen omtrent het proces van een M&A. Met de focus op de pre-deal fase werden in dat deel inzichten verworven over de verschillende stappen die de verkoper doorloopt tijdens het M&A-proces. Daarnaast werd er per fase ook telkens gevraagd naar een toelichting over de rol van de raad van bestuur van de doelonderneming. Vervolgens werd er verder ingegaan op eigenschappen van de raad van bestuur en welke factoren er al dan niet een invloed uitoefenen op de rol van de bestuursleden tijdens een M&A. Tot slot werd het interview afgerond met enkele extra vragen ter verrijking van de verworven inzichten.

3.3) Dataverzameling

Aangezien elk M&A-proces verschillend verloopt en unieke kenmerken heeft, werd er bij de zoektocht naar respondenten gestreefd naar een doelgerichte en strategische dataverzameling (Yin, 2014). Ten eerste werden enkel respondenten gecontacteerd die reeds een redelijke mate aan ervaring hadden op vlak van M&A. Hierbij had bijna elke respondent telkens een zekere mate aan ervaring in zowel de kant van de koper als aan de kant van de verkoper. Ten tweede heeft niet elke organisatie in de privésector een formele raad van bestuur. De respondenten werden dus ook geselecteerd op basis van de al dan niet aanwezigheid van een formele raad van bestuur. Ten slotte zijn er tijdens een M&A vaak verschillende partijen betrokken. Om diverse visies en ervaringen over de rol van de bestuurders en de factoren die de rol beïnvloeden tijdens een M&A te verkrijgen, werden zowel ervaren bestuurders als professionals in de M&A-wereld gecontacteerd.

Om die personen te kunnen bereiken werd op het netwerk van de onderzoeker vertrouwd. Hierbij werden de respondenten steeds via mail benaderd. In die mail werd telkens een toelichting gegeven van het onderzoek en werden de voorwaarden duidelijk uitgezet. Mits instemming werd

daarna telefonisch contact opgenomen. In dat gesprek werd het onderzoek verder toegelicht en werd het verband van de contactpersoon met het onderzoek verduidelijkt. Ten slotte werden de personen die binnen het kader van het onderzoek vielen opnieuw gecontacteerd en werd er een interview ingepland. Onderstaande tabel biedt een overzicht met informatie over de respondenten.

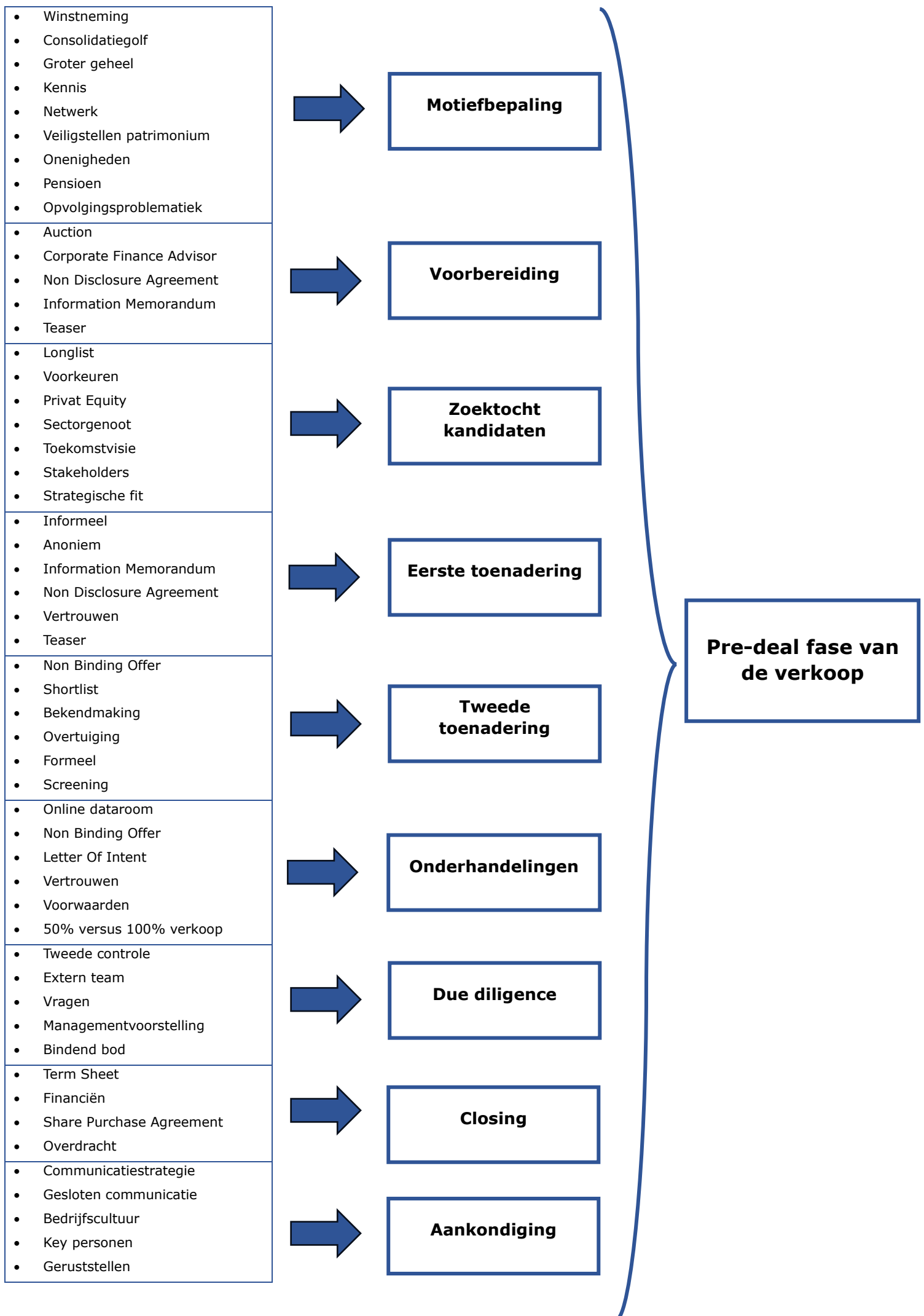
Nummer	Respondent	Type bedrijf	Functie	Link met onderzoek
1	Respondent A	Fietsleasing	CEO	Bestuurder
2	Respondent B	IT- consultancy	CEO	Bestuurder
3	Respondent C	Privat equity	Senior Associate	M&A-begeleider
4	Respondent D	Advocatuur	Partner Corporate Finance en Law	M&A-specialist
5	Respondent E	Zwembaden	Founder en CO-CEO	Bestuurder
6	Respondent F	Zwembaden	CEO	Bestuurder
7	Respondent G	Accountancy	Partner Corporate Finance	M&A-specialist
8	Respondent H	Bouwbedrijf	Voorzitter	Bestuurder

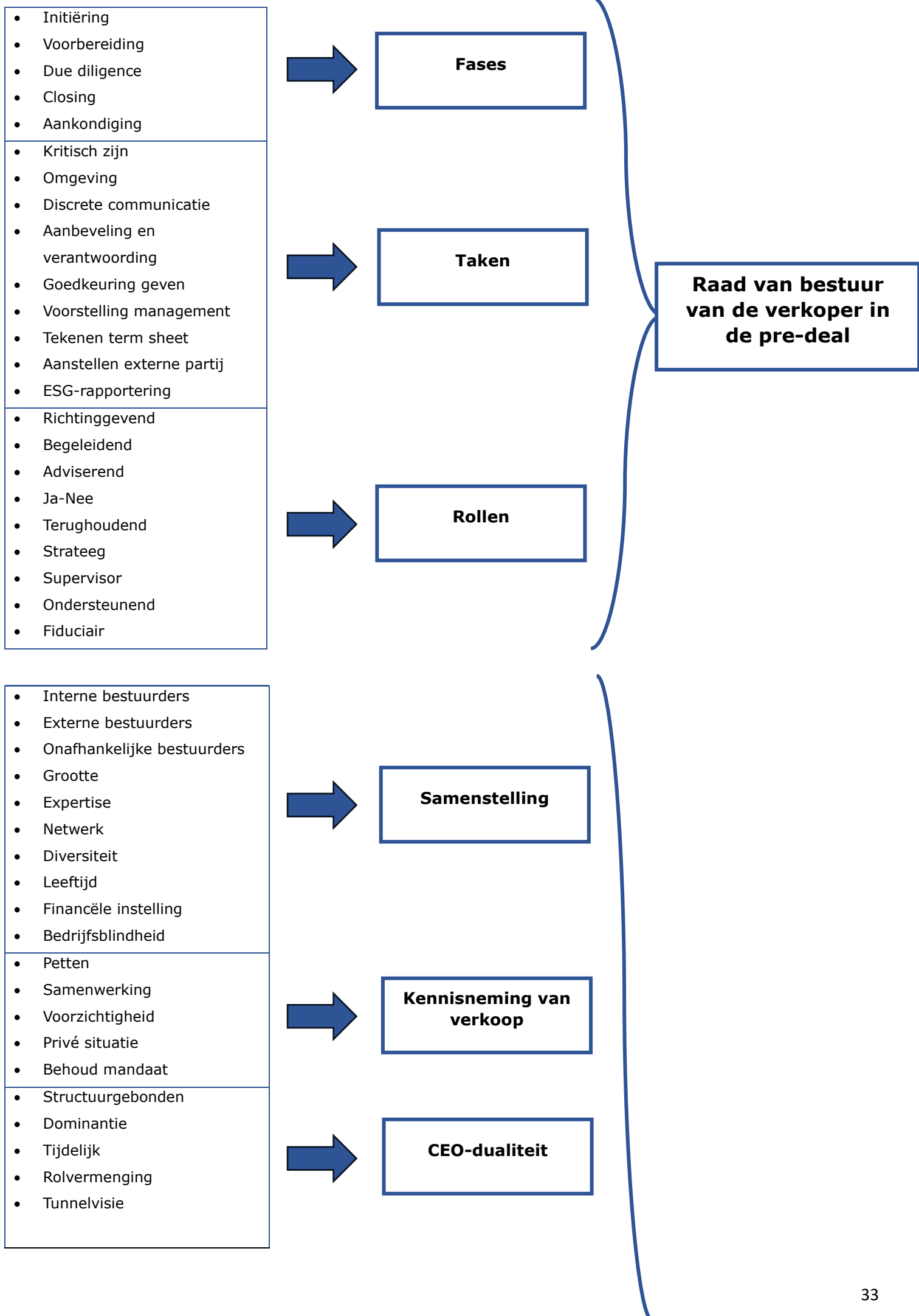
3.4) Datastructuur

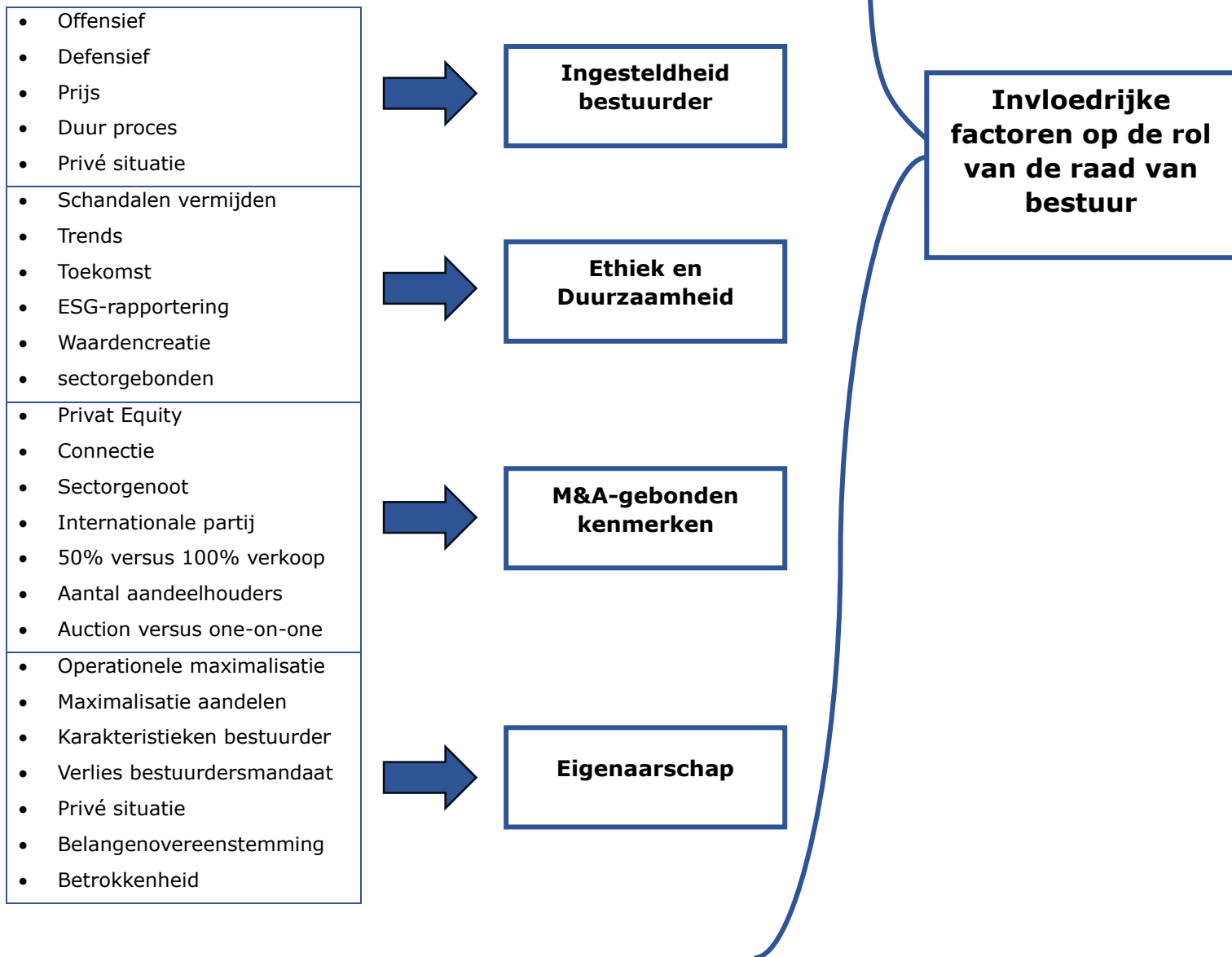
Om de verkregen informatie uit de semigestructureerde diepte-interviews te analyseren, is ervoor gekozen om een inductief coderingsproces toe te passen, zoals voorgesteld door (Gioia, Corley, & Hamilton, 2013). Dit proces omvat het vormen van codes door de data te organiseren in thema's van verschillende orders (Gioia et al., 2013). Dat door middel van herhaalde observaties en vergelijkingen uit te voeren (Chandra, Shang, Chandra, & Shang, 2019).

Om het coderingsproces op te starten, werden de gegevens vanuit de semigestructureerde interviews eerst getranscribeerd (Chandra et al., 2019). Die transcriptie fungeerde als basis voor de eerste fase van het coderingsproces, bekend als open codering (Chandra et al., 2019). Tijdens deze fase werd data geanalyseerd en werden herhaaldelijk voorkomende resultaten gecodeerd in een reeks van thema's en uitgebreide dimensies (Chandra et al., 2019). Dat resulteert volgens de literatuur in 'first order concepts' (Gioia et al., 2013).

Daarna werden de uitgebreide dimensies gecategoriseerd en ondergebracht in een overkoepelend thema. Dat proces staat volgens Strauss and Corbin (1998) bekend als axiaal coderen en resulteert in 'second order themes' (Gioia et al., 2013). Ten slotte werd het coderingsproces afgesloten door een proces van selectief codering. In die fase identificeerden we de belangrijkste thema's en vormden we de kern van de analyse (Strauss & Corbin, 1998). Dat resulteert volgens Gioia et al. (2013) in geaggregeerde dimensies en maakt de datastructuur compleet.







4. Resultaten

Om de resultaten van de interviews te kunnen analyseren, werden de interviews getranscribeerd. De vergaarde informatie vanuit die transcripties werd getoetst aan elkaar en ondergebracht onder verschillende codes. Die codes vormen de hoofdcategorieën van de diverse onderwerpen die in het onderzoek geanalyseerd werden.

In dit deel worden de bevindingen van de respondenten uitgewerkt. Hierbij maakt het onderzoek gebruik van quotes vanuit de diepte-interviews. Allereerst biedt het onderzoek een praktijkgericht overzicht van de verschillende fases tijdens de pre-deal van een verkoop. Verder wordt bepaald in welke fases de raad van bestuur als bestuursorgaan optreedt en welke taken ze verrichten doorheen het M&A-proces. Ten slotte gaat de resultaatbespreking verder in op enkele factoren die de rol van de raad van bestuur mogelijks beïnvloedt.

4.1) Fases in de pre-deal van de verkoop

4.1.1) Motiefbepaling

De eerste fase van een M&A-proces wordt gekenmerkt door de bepaling van het motief. De voornaamste reden dat er beslist wordt om over te gaan tot overname of fusie is de mogelijkheid om anorganisch te groeien en dominantier te worden in de markt. Echter, dat is vaak het geval bij de koperzijde.

"Ze willen ons dus overnemen om marktaandeel te verwerven in Vlaanderen. Aangezien grote buitenlandse spelers geen tijd meer hebben om bijvoorbeeld in België van nul te starten, willen die marktaandeel verwerven of kennis kopen." (Respondent 2)

Aan de verkoperszijde zijn er andere motieven die primeren om over te gaan tot een verkoop. Om een beter beeld te kunnen scheppen over welke motieven het meest naar voor komen, werden de respondenten bevraagd naar de reden achter de verkoop. Hieruit leiden we af dat er hoofdzakelijk drie motieven zijn om te verkopen. Ten eerste is er de verzilvering van hun opgebouwde vermogen. Daarnaast is de verkoop volgens de respondenten vaak het gevolg van een gebrek aan opvolging. Ten slotte zorgt een consolidatiegolf in de sector voor de stimulans van het derde motief, namelijk het willen behoren tot een grotere groep.

4.1.1.1) Winstneming

Uit de interviews blijkt dat winstneming de meest plausibele reden is om te verkopen. Ondanks de respondenten telkens aanhaalden dat er ook andere motieven aan basis lagen om over te gaan tot verkoop, gaven ze bijna unaniem aan dat geld de meest doorslaggevende factor is om uiteindelijk de beslissing te maken en al dan niet te verkopen.

"Geld natuurlijk [lacht]. Dat drijft de mens het meest. Ze zullen wel wakker liggen van recht van voortbestaan, maar geld is toch nog steeds de nummer één mindset om te verkopen." (Respondent1)

Verder bleek uit de interviews dat er een onderscheid gemaakt moet worden tussen twee soorten winstneming. Zo gaven respondenten E en F aan dat de verkoop, naast het cashaspect, ook gedreven werd door de wens om via de verkoop een stukje van het opgebouwde patrimonium veilig te stellen. Dit komt omdat de privésituatie van de ondernemers vaak afhankelijk is van de successen van de onderneming. Respondent E, een ondernemer met verschillende ondernemingen, haalde dan ook aan dat de verkoop gedreven werd door de wens om de risico's van onderneming in te perken.

"echte waardengeneratie gebeurt natuurlijk pas bij verkoop van de onderneming. Voor ons was het dus ook een soort veiligstelling van het patrimonium, wat vervolgens geïnvesteerd kon worden in minder risicovollere investeringen." (Respondent 5)

4.1.1.2) Geen opvolging

Naast winstneming kwam het gebrek aan opvolging ook aan bod als motief om te verkopen. Dat motief komt voornamelijk aan bod in familiebedrijven of bedrijven waar de aandelen in bezit zijn van slechts één persoon. Zulke ondernemers vechten hun loopbaan voor de groei en gezondheid van hun onderneming. Hierdoor vinden ze het vaak lastig om afstand te nemen van de onderneming en dus ook de aandelen te overhandigen aan een niet familiaal persoon. Verder haalde respondent G aan dat het niet altijd voor de hand liggend is dat een familielid de fakkel overneemt. Er zijn vaak ruzies binnen families en de opvolging is afhankelijk van de gedrevenheid en leeftijd van de bloedverwanten. Zo gaf respondent F in het interview een voorbeeld van hoe de beperkte motivatie van de zoon van de eigenaar leidde tot een verkoop aan een externe organisatie:

"Er was een eigenaar van een familiebedrijf. De zoon werkte even in het bedrijf en voelde aan dat het niets voor hem was. Hij is dan uit het bedrijf gestapt en hierdoor heeft de eigenaar gezegd op 58-jarige leeftijd: Goed ik wil dit niet blijven doen tot mijn 65 jaar. Ik verkoop mijn aandelen." (Respondent 6)

Daarnaast speelt de leeftijd en de marktsituatie volgens respondent G ook een belangrijke rol. Familiale ondernemers houden vaak een defensieve houding aan als het aankomt op de verkoop van de aandelen. Ze willen namelijk vaak dat de kinderen in hun voetsporen treden en de identiteit van de familiale onderneming verder zetten. Toch is dat niet altijd mogelijk volgens de ervaringen van respondent G.

"Ik ben momenteel al verschillende keren een partij aan het benaderen en waarom duurt dat zo lang? Dat hangt sterk van individu af. Dat kan van de gezinssituatie afhangen. De persoon heeft bijvoorbeeld kinderen en wilt dat de kinderen opvolger zijn. Dus is er opvolging, maar dan zal hij zelf nog verder moeten werken. Daarnaast komt in sommige situaties dan het besef dat als ze willen doordoen dat ze dan anorganisch moeten groeien. Er zijn dus heel veel vraagstukken waarmee ze geconfronteerd worden. Of wel verkopen we of wel niet, maar dan zullen we zelf overnames moeten doen. Willen we dat wel?" (Respondent 7)

Ten slotte blijkt uit de interviews dat het niet altijd even makkelijk is om afstand te nemen van de onderneming en de aandelen te overhandigen aan een onbekend persoon. Zo kaartte respondent B aan dat het voortbestaan van de identiteit van de onderneming belangrijker is dan de centen die men er voor krijgt.

"Ja voor mij is dat super belangrijk dat de identiteit van x niet vergaat. En dat de mensen die ooit in mij geloofd hebben, dat die daar dan ook beter van worden als ik mijn bedrijf zou verkopen. Dat is voor mij zelfs veel belangrijker dan de centen." (Respondent 2)

4.1.1.3) Consolidatiegolf

Ten slotte worden ondernemingen hoofdzakelijk verkocht door de opkomst van grotere organisaties. Hoewel dit niet bij elke respondent de meest doorslaggevende factor was om te verkopen, kwam in elk interview naar boven dat de consolidatiegolf ook een achterliggende rol speelde. Als M&A-specialist ondervond respondent G dat de opkomst van bijvoorbeeld 'Privat Equity' een oorzaak is dat ondernemers verkopen. Privat Equity doet dikwijls een instap voor meer dan vijftig procent en tracht dan binnen die sector marktleider te worden door concurrenten op te kopen. Om de business lucratief te houden, is de ondernemer daardoor vaak 'verplicht' om te verkopen. Daarnaast is het ook mogelijk dat een internationale speler de Belgische markt wil betreden en willekeurig ondernemingen binnen de sector opkoopt. Dat om meer body te krijgen en te kunnen groeien tot marktleider.

"In sommige sectoren heb je een zware versnippering, waardoor je bij het kopen van een paar spelers de markt nog niet in handen hebt. Als er maar 20 Belgische spelers zijn en ze de vijf grootste spelers opkopen, ja die andere 15 gaan het dan natuurlijk wel moeilijk krijgen. Als je dat verhaal dan hoort, is het toch niet onverstandig om toch eens na te denken om zich aan te sluiten bij een groter geheel." (Respondent 7)

Het behoren tot een grotere groep is dus in verschillende situaties een interessant motief om de verkoop van de aandelen te overwegen. Volgens respondent F is het motief afhankelijk van de evoluties binnen de sector. Zo gaf de respondent aan dat wanneer de sector stilaan bij elkaar trekt en er een consolidatie is, dat overblijven als klein eilandje best vermeden wordt. Daardoor kan het interessant zijn om geabsorbeerd te worden in een grotere groep. Ook respondent A gaf aan naar de toekomst toe te willen behoren tot een grotere groep. Dat levert meer bestendigheid en backbone zoals koopkracht, netwerk en kennis. Hierbij achten ondernemers het wel cruciaal om de activiteiten zelfstandig verder te mogen zetten.

"Inderdaad, het behoren tot een grotere groep terwijl je zelf gewoon verder kan doen met de activiteiten is zeer interessant." (Respondent 2)

4.1.2) Voorbereiding

Nadat de motieven bepaald of geïdentificeerd werden, gaat de onderneming een voorbereidingsfase doorlopen. Echter, volgens respondent D is dat afhankelijk van wie het initiatief neemt. Zo is het mogelijk dat de verkopende partij plots benaderd wordt door een koper. In dat geval zal de voorbereidingsfase niet van toepassing zijn. Daarnaast is het ook mogelijk dat de

verkoper het initiatief neemt om een M&A-proces in gang te zetten. Dat kan zowel eenzijdig door de meerderheidsaandeelhouders als ook collegiaal beslist worden. Hierbij wordt er een voorbereidingsfase doorlopen alvorens verder gegaan wordt met de zoektocht naar potentiële kopers. Dat gaat zowel over de voorbereiding van het bedrijf als over de voorbereiding van de aandeelhouders. Zo stelde respondent G het volgende:

"Zij verkopen vaak slechts één keer en kennen dat proces niet. Dus wij gaan de personen voorbereiden. Als we daarna kandidaten gaan zoeken, is er al wel een voortraject gepasseerd, zijnde de voorbereiding, information memorandum en de waardering."
(Respondent 7)

Verder maakt Respondent D onderscheid door te spreken over een 'auction' en een 'one-on-one' transactie. We spreken van een auction wanneer de verkoper in gesprek gaat met meerdere koperkandidaten en van een one-on-one wanneer de gesprekken gevoerd worden met slechts één partij. Hoewel de voorbereidingen bij een one-on-one minder uitgebreid zijn, stelt respondent D dat de verkoper in beide gevallen beroep zal doen op een Corporate Finance Advisor en/of enkele topmanagers zal betrekken. Zo dient de Corporate Finance Advisor (in geval van een auction) in samenspraak met de aandeelhouder(s) of het topmanagement een lijst met potentiële koperkandidaten op te stellen. Dat wordt ook wel een longlist genoemd. Hierbij blijkt de persoonlijke relatie en het vertrouwen in de koperkandidaten te primeren.

"Je moet ook weten van moment dat je iemand benadert, dan weet de koper dat je op zoek bent naar een koper. Als dat dan een persoon is die zijn mond niet kan dichthouden, dan kan dat gevolgen hebben. Dus het kan zijn dat partijen niet benaderd worden omdat ze discretie niet kunnen garanderen." (Respondent 8)

De Advisor of het topmanagement zal vervolgens acties stellen voor rekening van de aandeelhouder(s). In die fase zal de Advisor of het topmanagement aan de raad van bestuur beknopte relevante informatie over de onderneming opvragen. Met die informatie wordt vervolgens een 'information memorandum' en een 'teaser' opgemaakt. Aangezien de bestuurders gebonden zijn aan een confidentialiteitscontract wordt er in de voorbereidingsfase ook een 'Non Disclosure Agreement' getekend.

"Men mag niets delen, tenzij in belang van vennootschap. Dat is in België niet expliciet gedefinieerd, maar belang van aandeelhouders primeert hier wel. Maar zegt de literatuur: Er moet wel een non disclosure agreement getekend worden. Als dat gebeurd is, dan gaat de raad van bestuur de informatie delen met de Corporate Finance Advisor."
(Respondent 4)

Als dat contract getekend werd, wordt het proces verder gezet door het opstellen van een informatiememorandum. Dat document dient volgens de respondenten als voorstelling van het bedrijf. Verder vormt het informatiememorandum de basis voor de opstelling van de 'teaser'.

4.1.3) Eerste toenadering

Nadat de verkoper de voorbereidingsfase doorlopen heeft, zal de aangestelde Corporate Finance Advisor of het betrokken topmanagement de teaser versturen naar verschillende potentiële kopers. Omdat er nog veel onzekerheden in het proces zijn, gebeurt het eerste contactmoment anoniem. Mits een positieve reactie op de teaser wordt er volgens respondent D een NDA uitgestuurd naar de koper. Omdat de koper de discretie moet kunnen garanderen is vertrouwen een zeer belangrijke factor in het eerste deel van de pre-deal fase. Pas nadat de NDA getekend is, wordt het informatiememorandum verstuurd. Uit dat document kan de koper voldoende informatie halen om een eerste niet-bindend bod te doen.

"Als die partij geïnteresseerd is dan krijgen ze een NDA opgestuurd die getekend moet worden. Het kan ook voorkomen dat men de teaser eerst krijgt. Soms is het zo, dat wanneer je een teaser stuurt dat de mensen meteen weten waarover het gaat. Het informatie memorandum zal toelaten aan investeerders of kandidaat kopers om een eerste bieding uit te brengen." (Respondent 4)

4.1.4) Tweede toenadering

Voordat de tweede toenadering zal plaatsvinden, wordt de opgestelde longlist, in geval van een auction, gefilterd tot een short list. Afhankelijk van de niet bindende boden, de wensen en de voorwaarden van de verkoper worden enkele kopers geschrapt van de lijst. Uiteindelijk houdt men een beknoptere lijst over van interessante partijen. Hierbij zijn, naast het niet bindend bod, de één op één relatie en de persoonlijke voorkeuren belangrijk in de bepaling om al dan niet verder te gaan in het proces. Aan de ene kant gaat het voor de respondenten vaak om vertrouwen en de strategische fit. Aan de andere kant is de keuze ook afhankelijk van de soort transactie, namelijk wil de verkoper nog betrokken blijven bij de organisatie of niet.

"Als je spreekt over de verkoop, dan moet je het case per case bekijken. Is dat een verkoop van 100% dan is dat een verschil dan wanneer het 50% bv is. Bij een gedeeltelijke verkoop moet je achteraf nog samen zitten met elkaar en moet men zich goed voelen met wat er op papier komt te staan. Dat gaat over mandaten en statuten, zoals voorzitterschap. Bij een verkoop van 100%, waar men volledige afstand doet van de onderneming zal er meer beslist worden op basis van de centen." (Respondent 8)

Ook bij een one-on-one transactie zien we verschillende zaken zoals bij een auction terugkomen. Net zoals respondent G haalde ook respondent F aan dat het bij een one-on-one transactie voornamelijk gaat om de persoonlijke relatie met de koper. Verder blijkt uit het interview dat het voor de verkoper soms ook doorslaggevend is dat hij/zij de ondernemende activiteiten onafhankelijk van de koper kan verder zetten.

"Zij kenden de vorige eigenaar ook al, want ze hadden al eens contract opgenomen. Dus of wel was het zoals X een investeringsmaatschappij, of wel was het een industriële maatschappij. Maar voor ons was het ook wel belangrijk om de mogelijkheid te hebben om onze onafhankelijk te kunnen bewaren." (Respondent 6)

Tot slot bleek uit de interviews met respondenten B en G dat de screening van de potentiële koper ook niet onbelangrijk is. Zo haalde respondent G aan dat het cruciaal is om de kandidaten te screenen op solvabiliteit voordat het traject verder gezet wordt. Daarnaast kaartte respondent B aan dat sommige beloftes te mooi zijn om waar te zijn.

"Ik kijk dus wel alles eens goed na, want ik ben bijvoorbeeld ooit al eens benaderd geweest door een fantast die van alles kwam vertellen. Die heb ik dan gescreeend en dat bleek achteraf niet helemaal correct te zijn." (Respondent 2)

4.1.5) Onderhandelingen

Volgend op de tweede toenadering worden de onderhandelingen in gang gezet. Aangezien M&A-transacties zeer variabel zijn, verloopt de onderhandelingsfase verschillend van transactie tot transactie. Toch merken we uit de interviews op dat de onderhandelingsfase steeds van start gaat door de opening van een online dataroom. Nadat er besloten is om verder te gaan in het M&A-proces opent de verkoper een digitale dataroom waar gegevens van bijvoorbeeld de interne boekhouding in terecht komen. Dat stelt de koper in staat om de nodige due diligence uit te voeren. Samenlopend met het due diligence proces zullen beide partijen de nodige afspraken en voorwaarden vastleggen. Wanneer de voornaamste voorwaarden met betrekking tot de transactie en de toekomstige samenwerking besproken werden, wordt er volgens respondenten C, F, G en H een LOI getekend. Dat document vormt de intentieverklaring om het proces samen verder te zetten en is volgens de respondenten dus ook essentieel voordat de due diligence van start gaat. Tot slot leiden we uit de interviews af dat de onderhandelingen continu doorgaan tot aan de werkelijke closing van de pre-deal fase.

"Ja, maar eigenlijk van moment dat je partij gezien hebt, starten de onderhandeling en dan blijf je eigenlijk onderhandelen. Eerst over de prijs, dan over de voorwaarden, en dan komen ook de juristen en advocaten erbij die ook nog clauses hebben waarover je het moet hebben. En dan ten slotte ook nog eens kort over het bindend bod." (Respondent 7)

4.1.6) Due diligence

Nadat de eerste onderhandelingen met betrekking tot primaire voorwaarden gevoerd werden, start het proces van due diligence. Voor de koper is de due diligence een cruciale fase die de nodige tijd en kritische ingesteldheid vereist. Het is dan ook op basis van het gevoerde onderzoek dat de koper een bindend bod zal uitbrengen. Voor de verkoper daarentegen is de due diligence fase minder uitgebreid. In die fase doorgrondt de koper de financiële, commerciële en fiscale status van de verkoper. Hierbij zal de verkoper tal van vragen moeten beantwoorden. Bovendien leiden we uit de interviews af dat er bij een instap van een Privat Equity ook een voorstelling van het topmanagement dient te gebeuren.

Daarnaast kan de verkoper ook zelf eventueel een due diligence voeren. Toch is die mogelijkheid relatief beperkt. Respondent B haalde in het interview dan ook aan dat kopers een due diligence meestal niet toelaten. Noodzakelijk onderzoek wordt daardoor meestal uitbesteed aan externe experts zoals revisoren, advocaten en Corporate Finance Advisors.

4.1.7) Closing

Wanneer de due diligence fase afgerond is, krijgt de verkoper weet van de bindende boden. De verkoper zal dan de deal nemen die zijn/haar voorkeur geniet en met die partij verder gaan naar een 'Share Purchase Agreement'. Dat document omvat de bindende voorwaarden van de deal en kan volgens respondent G gedefinieerd worden als het finale document. Nadat de SPA getekend werd, vindt de closing plaats. Dat wordt door respondent D als volgt omschreven:

"Als dat allemaal gedaan is, hebben we de closing. Dat is de voltrekking van de transactie. Op die dag krijg je geld op rekening en zal er een eigendomsoverdracht zijn. Op die dag zal het bestuur aangepast worden aan nieuwe afspraken van de aandeelhoudersovereenkomst." (Respondent 4)

4.1.8) Aankondiging

Kort volgend op de closing vindt tenslotte de aankondiging plaats. In die fase zullen de koper en verkoper de algemene aspecten van de transactie communiceren naar de stakeholders en de buitenwereld. De respondenten haalden dan ook aan dat het van belang is dat de koper en de verkoper de nodige communicatiestrategie met elkaar afstemmen.

4.2) Rol van de raad van bestuur tijdens M&A

Uit de interviews leiden we af dat de raad van bestuur van de verkopende private onderneming tijdens een M&A een beperkte rol speelt. De raad van bestuur is volgens respondenten H en C een strategisch orgaan dat gehouden is om strategische beslissingen te nemen. Die strategie wordt dan vervolgens door het management uitgevoerd. Aangezien de raad van bestuur dus niet bij de operationele activiteiten betrokken is, wordt de rol van de raad van bestuur van een doelonderneming volgens de respondenten als volgt gedefinieerd.

Ten eerste wordt de rol volgens respondenten A,E,F en H omschreven als een goedkeurende, adviserende en controlerende rol. Volgens hen is het de raad van bestuur die de klijtlijnen uitzet over de transactie en nodige begeleiding biedt door hun expertise en inzichten te delen. Daarnaast voegden respondenten B en C hier aan toe dat de raad van bestuur ook een soort ja-nee rol speelt. Bestuurders zijn volgens respondenten B en C gehouden om tijdens een verkoop binnen de raad van bestuur hun eigen mening durven te stellen. Buiten de raad van bestuur hebben ze tijdens een verkoop een voorzichtige en terughoudende rol. Ten slotte zijn er ook respondenten D, G en H die de rol van de raad van bestuur tijdens een M&A eerder omschrijven als fiduciair. Zo haalden respondenten D en G aan dat de raad van bestuur van een verkoper volgens het vennootschapsrecht in zulke transacties niet veel te zeggen heeft. Kijkend naar het vennootschapsrecht is de aandeelhouder de ultieme basis van de onderneming. De raad van bestuur treedt dus op als een betrouwbaar ondersteunend orgaan.

Kortom, de raad van bestuur zal tijdens een M&A-transactie een rol als strateeg aannemen, waarbij het orgaan over het algemeen optreedt als supervisor. Het is aan de raad van bestuur om het proces vanuit een vogelperspectief te volgen, bij te sturen waar nodig en goedkeuring te geven

over belangrijke beslissingen. Toch merken we op dat de mening, gevormd door eerdere ervaring met een raad van bestuur, doorslaggevend is voor de bepaling van de rol van de raad van bestuur. Zo antwoordde respondent A, die overigens een minder goede relatie heeft met de raad van bestuur, het volgende op de vraag omtrent de bepaling van de rol:

"De raad van bestuur doet bijna niets. Het is de CEO en het team errond die alles doen in het proces. Dat team bereidt alles voor en zorgt dat alles goed zit en als alles rond is van de voorbereiding dan ga je één keer naar de raad van bestuur om te vragen of ze al dan niet akkoord gaan." (Respondent1)

Bovendien kaartte respondent A in het interview aan dat de respondent omtrent begeleiding bij een M&A eerder zal steunen op zijn eigen netwerk, zoals kameraden en collega's dan op de leden van de raad van bestuur.

4.2.1) Rol van raad van bestuur in de pre-deal fase

Uit het voorgaande deel leiden we af dat de raad van bestuur tijdens een M&A-transactie een rol als strateeg zal aannemen. Hierbij treedt het orgaan over het algemeen op als supervisor. Het is aan de raad van bestuur om het proces vanuit een vogelperspectief te volgen, bij te sturen waar nodig en goedkeuring te geven over belangrijke beslissingen. In dit deel gaat het onderzoek dieper in op de verschillende fases waar de rol van het bestuursorgaan tot zijn recht komt.

4.2.1.1) De rol bij de initiëring

Uit de interviews concluderen we dat de rol van de raad van bestuur tijdens de eerste fase van een M&A-proces afhankelijk is van de motiefbepaling. Er dient namelijk een onderscheid gemaakt te worden tussen een verkoop met als motief winstneming en een verkoop met als motief groei. Bij winstneming gaat het dikwijls om de aandeelhouder(s) die beslist om zijn/haar aandelen kwijt te schelden. De raad van bestuur zal dan volgens respondenten D en G geen actieve rol spelen. Het bestuursorgaan zal enkel op de hoogte gebracht worden van de intenties van de aandeelhouder(s).

Bij een strategische verkoop daarentegen zal de raad van bestuur wel een actieve rol spelen. Omdat een M&A-transactie beschouwd wordt als een strategische keuze en de raad van bestuur verantwoordelijk is voor de uiteenzetting van de strategie, zal het orgaan betrokken zijn bij de initiëring van anorganische groei. Dat blijkt ook uit de bevindingen van respondent H.

"De raad van bestuur bepaalt de strategie van bedrijf. Als er dergelijk belangrijke zaken besproken worden, dus om te verkopen, dan is de raad van bestuur vaak een betrokken partij bij het maken van die strategische keuze." (Respondent 8)

In het geval van een strategische verkoop wordt het initiatief volgens respondent H dus genomen door de raad van bestuur. Bovendien is het volgens de respondenten de taak van de raad van bestuur om kritisch en up-to-date te zijn. Respondent A stelde dan ook dat de bestuursleden steeds op de hoogte moeten zijn van alle ontwikkelingen. Dat gaat dan zowel over opkomende trends als nieuwe markt- en sectorontwikkelingen.

4.2.1.2) De rol tijdens de voorbereiding

Ook in de voorbereidingsfase maken we het onderscheid tussen de verkoop met het motief winstneming en een verkoop met strategische groei als motief. Wanneer de aandeelhouder(s) de beslissing neemt om te verkopen, vaak ter verzilvering van het opgebouwde vermogen, dan heeft de raad van bestuur een beperkte rol. In dat geval zal er namelijk een aangestelde Corporate Finance Advisor voor rekening van die aandeelhouder(s) fungeren. Om de M&A-transactie in gang te zetten, zal die Advisor de nodige documentatie aan de raad van bestuur opvragen. Zij dienen volgens respondent D de relevante informatie te overhandigen zodat het informatiememorandum en de 'teaser' kunnen worden opgesteld. Bovendien zal de raad van bestuur ook een 'Non Disclosure Agreement' voorgeschoteld krijgen.

Naast de verkoop met winstneming als motief is het ook mogelijk dat men verkoopt omwille van strategische redenen. In het geval van een 'auction', waarbij de verkoper dus zelf koopkandidaten gaat oplijsten, is het aan de raad van bestuur om de strategie te bepalen en mede te faciliteren in de oplijsting van koperkandidaten. Echter, bij die stap kan de verkoper ook eventueel beroep doen op een externe partij. Het is dan volgens respondenten H en F aan de raad van bestuur om dit collegiaal te bespreken en te beslissen welke externe partij betrokken wordt in het proces.

In het geval van een 'one-on-one' transactie zal de raad van bestuur geen koperkandidaten oplijsten. Hoewel een 'one-on-one' volgens respondent D uitzonderlijk is, bevat de datastructuur toch twee gevallen. Ook bij een one-on-one proces speelt de raad van bestuur een strategische rol. Uit interviews met respondenten E en H merken we op dat de raad van bestuur in dat geval de beslissing zal moeten maken om de één op één gesprekken al dan niet verder te zetten of zich bijvoorbeeld toch open te stellen naar meerdere koperkandidaten.

Ten slotte zet het bestuursorgaan volgens de respondenten de krijtlijnen en delegeren ze de taken omtrent het M&A-verhaal naar enkele topmanagers.

4.2.1.3) De rol tijdens de eerste en de tweede toenadering

Nadat er binnen de raad van bestuur goedkeuring gegeven werd of aanbevolen werd om over te gaan tot een strategische verkoop, heeft het bestuursorgaan een rol op de achtergrond. Uit de interviews concluderen we dat de raad van bestuur een begeleidende rol aanneemt en het overzicht over de getroffen handelingen dient te bewaren. Respondent C kaartte in het interview dan ook aan dat de raad van bestuur in een M&A-traject gewoonweg ingelicht moet worden bij elke bereikte mijlpaal. Daarnaast gaven respondenten E en H aan dat de raad van bestuur hun goedkeuring moet geven om al dan niet verder te mogen gaan met de gesprekken.

"Het gaat vooral om beslissingen nemen. De raad van bestuur is voornamelijk betrokken bij het nemen van beslissingen, gaan we verder in gesprek ja of nee? Aanvaarden we het bod? Aanvaarden we het bindend bod? Aanvaarden we de grootste voorwaarde aan het contract? De heel key-elementen van het contract worden door de raad van bestuur besproken, maar het traject daar hebben ze weinig inmenging mee." (Respondent 5)

Toch merken we op de betrokkenheid van de raad van bestuur tijdens de contactlegging afhankelijk is van de soort verkoop. Wanneer er sprake is van een verkoop met winstneming als motief, dan

zal de raad van bestuur volgens respondent D pas opnieuw actief betrokken worden in de due diligence fase. Verder haalt respondent G aan dat de hoofdaandeelhouder in verschillende gevallen het noch warm noch koud heeft van de meningen van de raad van bestuur.

4.2.1.4) De rol tijdens de onderhandelingen en due diligence

Tijdens de onderhandelingen en due diligence neemt de raad van bestuur opnieuw een actieve rol op zich. Zo zal de raad van bestuur, bij een verkoop met strategische doeleinden, de krijtlijnen van de onderhandelingen uiteenzetten. Aangezien het bestuursorgaan geen operationele betrokkenheid heeft, worden de randvoorwaarden en bevoegdheden van het topmanagement besproken. Alvorens er concrete onderhandelingen getroffen worden zal de raad van bestuur dus de bevoegdheden van het betrokken topmanagement bepalen.

"De raad van bestuur is geen dagdagelijks werkend orgaan. Ze hebben hun leiding gedelegeerd aan de CEO. Gedelegeerd vanuit het bestuur moet die CEO uitvoeren wat het bestuur hem toekent. Het orgaan, de raad van bestuur, zit niet mee in die onderhandelingen. Tenzij als aandeelhouder." (Respondent 8)

Daarnaast wordt de raad van bestuur actief betrokken in de due diligence fase. Naast het feit dat het bestuursorgaan goedkeuring moeten geven voordat de koper een due diligence kan uitvoeren, biedt de raad van bestuur ook ondersteuning in het oplossen van de vragen van de koper. Omdat de bestuursleden volgens respondent D het bedrijf op strategisch niveau het beste kennen, zal de raad van bestuur gevraagd worden om complexe vragen te helpen beantwoorden. Dat zowel bij een verkoop met winstneming als motief als ook bij een verkoop met groei als motief.

"Het tweede moment dat de raad van bestuur in het daglicht komt, is tijdens het proces van de due diligence. Die duurt meestal wel even waarbij de adviseurs van de koper vragen hebben. Via gespecialiseerde platvormen komen die vragen binnen bij het management van de target. Men gaat dan dus vragen aan de bestuursleden om te mogen antwoorden en te helpen antwoorden op die vragen." (Respondent 4)

Ten slotte blijkt uit de interviews dat er een onderscheid gemaakt moet worden naar gelang de soort koper. Zo zal de raad van bestuur een extra rol op zich moeten nemen wanneer het gaat om een instap van Privat equity. Respondenten C, D,E,F en G haalden tijdens het interview namelijk aan dat een instap van een Privat equity bijna altijd gepaard gaat met een betrekking van het management in het verkoopproces, ook wel een Management-buy-out genoemd. Volgens respondent D zorgt dat opnieuw voor een actieve inmenging van de raad van bestuur.

"De raad van bestuur moet hier een halve dag aan het team van de koper duiding geven over de betrokken personen in het management. Verder ook de toekomstige planning toelichten en presenteren wat met het geïnvesteerd bedrag zal gebeuren. Op dat moment worden vragen gesteld aan het management. Dat is dan een ander moment dat de raad van bestuur in samenwerking met het management naar voor komt." (Respondent 4)

4.2.1.5) De rol tijdens de closing

Nadat de due diligence werd uitgevoerd, krijgt de verkoper de verschillende bindende bedragen binnen. In de closing fase speelt de raad van bestuur volgens respondent D nog een laatste actieve rol. Uit het interview met respondent D en H leiden we af dat de raad van bestuur als geheel orgaan, op de vooravond van de eigendomsoverdracht, het 'Share Purchase Agreement' en een 'term sheet' zal tekenen.

Alvorens echter te tekenen delen de bestuursleden hun bevindingen en geven ze een laatste aanbeveling. De aandeelhouder zal vervolgens de eindbeslissing maken. Verder wordt het bestuur bij eigendomsoverdracht aangepast aan de nieuwe afspraken die vastgelegd werden in de aandeelhoudersovereenkomst.

"Uiteindelijk diegene die het regelt zijn de aandeelhouders. Het zijn de aandeelhouders die het proces moeten volgen en akkoord moeten gaan in het proces. Zij zitten uiteindelijk bij de closing aan tafel en stellen of ze al dan niet akkoord zijn. De raad van bestuur is niet meer betrokken." (Respondent 8)

4.2.1.6) De rol bij de aankondiging

Aangezien de samenleving volgens de respondenten niet van drastische veranderingen en onzekerheden houdt, is de aankondiging zeer belangrijk. Om onrust te vermijden blijkt het dus volgens elke respondent cruciaal te zijn om een gesloten communicatie te houden.

"Ik kan dat niet zo maar bespreken met iedereen, want dat gaat onrust creëren en dat kan je ook niet uitleggen aan werknemer bijvoorbeeld. Dat gaat over waar we staan binnen dit en x-aantal jaar. Het gaat dus over de toekomst van de zaak en de werknemers. Je houdt het dus zoveel mogelijk buiten de werkvloer zodat er geen onrust is." (Respondent 1)

Bovendien is het ook cruciaal om tijdens de aankondiging de mensen gerust te stellen en de gunstige aspecten van de deal aan de stakeholders te benadrukken. Het is dus volgens respondent C een noodzaak om de juiste communicatiestrategie met de koper af te spreken. Hoewel de raad van bestuur hier volgens de respondenten geen actieve rol zal spelen, halen verschillende respondenten wel aan dat de communicatie goedgekeurd moet worden door de raad van bestuur.

"Het is belangrijk dat de bestuursleden de goedkeuring hier in geeft, want op het einde van de rit zijn zij wel verantwoordelijk voor de beslissing die genomen werd. Dus het is wel belangrijk dat zij bij de announcement betrokken worden." (Respondent 2)

Kortom, in dit deel trachtte het onderzoek een overzicht te bieden van de verschillende fases waar de raad van bestuur zowel actief als niet-actief betrokken wordt. Hierbij kunnen we stellen dat de raad van bestuur voornamelijk aanwezig is in vier fases. Ten eerste speelt de raad van bestuur een rol in de initiëring van de transactie. Zo is het de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur om bij strategische doeleinden het initiatief te tonen. Ten tweede speelt de raad van bestuur ook een rol in de voorbereidingsfase. Afhankelijk van het motief zal de raad van bestuur hier een actieve of niet-actieve rol spelen. Ten derde zal de raad van bestuur een actieve rol spelen in de due diligence fase. Zo dienen ze de due diligence toe te staan, vragen van de koper te beantwoorden en eventueel het managementteam voor te stellen. Ten slotte komt de raad van bestuur ook aan bod bij de closing. In die fase zullen ze de transactie beoordelen en hun eindoordeel geven.

In de andere fases van het M&A-proces concluderen we dat de raad van bestuur eerder een niet-actieve rol speelt. Hier heeft de raad van bestuur een begeleidende rol waarbij ze de procesverantwoordelijken vanuit een vogelperspectief controleren en bijsturen.

4.3) Invloedrijke factoren op de rol van de raad van bestuur

Aangezien uit onderzoek blijkt dat M&A-transacties zeer verschillend verlopen, tracht het onderzoek een overzicht te bieden van de voornaamste invloedrijke factoren. In dit deel zal het onderzoek verder in gaan op factoren die de rol van de raad van bestuur doorheen het M&A-proces beïnvloeden.

4.3.1) De samenstelling

De manier waarop de raad van bestuur samengesteld is, is volgens alle respondenten een doorslaggevende factor op hoe de raad van bestuur zal denken en zal adviseren. Zo is het volgens elke respondent cruciaal om een gezonde mix van soorten bestuurders en karakteristieken te hebben binnen de raad van bestuur.

4.3.1.1) Soorten bestuurders

Interne bestuurders zijn volgens de respondenten onmisbaar in een raad van bestuur omdat ze zeer betrokken zijn met de operationele zaken van de onderneming. In samenwerking met zijn team neemt de CEO tijdens een M&A-proces de leiding op zich. Respondent F gaf dan ook aan dat de betrekking van functies zoals de CEO, COO en CFO zorgt voor betere informatie-uitwisseling tussen het operationele en strategische orgaan tijdens een verkoop. Daarnaast resulteert de betrokkenheid van het topmanagement in de raad van bestuur in een betere analyse van de synergiën tussen bedrijfscultuur van de koper en de verkoper.

"Een interne is een must in de onderneming, want die staat dicht bij de onderneming en weet wat belangrijk is voor de operationele zaken." (Respondent 1)

Ook kan een raad van bestuur onafhankelijke bestuurders bevatten. Dat is volgens respondenten A, B en E een goede toevoeging aan de raad van bestuur wanneer een ondernemer de aandelen niet uit handen wil geven. Aangezien tunnelvisie in dat geval plausibel is, is het voor de verkoop

van de onderneming gunstig om een onafhankelijke bestuurder in de raad van bestuur te hebben. De onafhankelijke bestuurder heeft een beperkte emotionele betrokkenheid met de organisatie en zal het M&A-project hierdoor telkens met een compleet onafhankelijke ingesteldheid beoordelen. Daarnaast hebben ze vaak een uitgebreid netwerk en hebben ze eventueel ervaring op vlak van M&A.

"Zij brengen expertise mee en hebben een externe blik op de organisatie. Daarnaast zijn ze ook minder emotioneel betrokken." (Respondent 5)

Ten slotte zijn er ook ondernemingen waar niet-operationele aandeelhouders zetelen in de raad van bestuur. In dat geval spreken we van externe bestuurders. Zij leveren volgens alle respondenten in een M&A-proces een bijdrage door het vogelperspectief te behouden en dus de nuance in de strategische besluitvoering te bewaren. Daarnaast hebben externe bestuurders volgens de respondenten expertise en brengen ze kennis naar het bedrijf. In het kader van een M&A verminderen ze volgens respondent H hierdoor het risico op bedrijfsblindheid. Ten slotte kan het brede netwerk van de externe bestuurders ook voordelen opleveren in een M&A-proces. Zo haalde respondent F aan dat de onderneming via externe bestuurders sneller in contact kan komen met potentiële internationale kopers.

"Interne bestuurders moeten de overhand hebben, maar die beschermen natuurlijk wel vaak hun eigen functie. Daarom zijn externe bestuurders belangrijk om een evenwichtig beeld te krijgen." (Respondent 2)

4.3.1.2) Karakteristieken van de bestuurders

Naast de verschillende soorten bestuurders binnen de raad van bestuur, oefenen de karakteristieke eigenschappen van de raad van bestuur ook een invloed uit op de rol van de raad van bestuur tijdens een verkoop. Respondenten halen dan ook dat het van cruciaal belang is om een combinatie te hebben van diverse meningen en ingesteldheden van de bestuursleden. Zo bestaat een bestuur volgens respondenten B, E, F en G best uit personen met verschillende titularissen en expertises, die elks de verkoop vanuit een ander standpunt behandelen.

"Dus samenstelling heeft een invloed op hoe het proces zal lopen, want je kan een raad van bestuur hebben met allemaal dezelfde personen die overnames willen doen, maar de vraag is dan of dit wel nodig is. Is organisch groeien niet aantrekkelijker?" (Respondent 7)

Ook de leeftijd van de bestuurders blijkt een invloed te hebben op hoe bestuurders omgaan met M&A-transacties. Zo blijkt uit de resultaatverwerking dat oudere bestuurders zich in een mature onderneming passief kunnen opstellen omtrent M&A. Respondent B kaartte in het interview dan ook aan dat verandering in de raad van bestuur niet slecht is. Hoe langer een bestuurder zetelt hoe groter de kans op een afzwakking van de waakzaamheid.

"Als je aan het groeien bent, dan ben je waakzamer en meer oplettend, terwijl ondernemingen waar ondernemers oud geworden is, daar zie je dat ze vaak ook omringt zijn leeftijdsgenoten. Die gaat anders om met problematiek dan jongere mensen en hebben de cash." (Respondent 7)

Ten slotte is de privé situatie van een bestuurder ook een invloedrijke factor. Ten eerste stelt respondent E dat het privé leven bij een verkoop meer naar voor zal komen. Hierdoor zullen de bestuurders, met of zonder aandelen, hun beslissingen of adviezen mogelijks laten leiden door de privé situatie. Daarnaast is het ook mogelijk dat een bestuurder meerdere mandaten heeft of verbonden is met een andere organisatie. Volgens respondenten D, E en F vergroot dat de kans op belangenvermenging. Hoewel een bestuurder volgens respondent D steeds moet handelen in het belang van de aandeelhouder, resulteert de verbondenheid met andere organisaties volgens respondent F in een verlies van de bestuurder zijn/haar focus en onafhankelijkheid.

"Ik zeg niet dat je niet kan combineren, maar wat ik wel moeilijk vind, is eigenlijk wanneer mensen te veel dingen gaan combineren en de focus daardoor verliezen. Je hebt twee dingen: wegblijven van belangenvermenging. Als je veel dingen combineert ga je op den duur belangenvermenging hebben en twee een stukje focus verliezen." (Respondent 6)

Samengevat, we concluderen uit de interviews dat de manier waarop een raad van bestuur is samengesteld een invloed zal hebben op de manier waarop het voorstel wordt beoordeeld. Zo staat de interne bestuurder nauwer bij de operationele zaken van de onderneming en is hij/zij dus beter in staat om de synergiën in kaart te brengen. De onafhankelijke bestuurder zorgt op zijn beurt voor extra expertise, netwerk en een onafhankelijke beoordeling. Echter, volgens respondenten B,C en F is het mogelijk dat de interne en onafhankelijke bestuurders hun beslissing laten leiden door de voordelen van hun functie binnen de onderneming. Om evenwichtige besluitvoering binnen de raad van bestuur te waarborgen, zijn er dikwijls externe bestuurders (de niet-operationele aandeelhouders) in een raad van bestuur aanwezig. Zij verdedigen hun aandeelhoudersbelang en zullen dus meningen van interne en onafhankelijke bestuurders over M&A in evenwicht houden. Ten slotte kan de rol van de raad van bestuur tijdens een M&A beïnvloed worden door de karaktereigenschappen van de bestuurders. Zo zal een raad van bestuur met uniforme karaktereigenschappen resulteren in een eenzijdig denkpatroon. Bovendien blijkt de leeftijd en duurtijd van het bestuurdersmandaat een invloed te hebben op de waakzaamheid van het bestuursorgaan en beïnvloedt de privé situatie de adviesverlening van een bestuurder.

4.3.2) Eigenaarschap

De tweede factor dat de rol van de raad van bestuur beïnvloedt tijdens een M&A-proces is eigenaarschap. Hoewel respondenten B, C, E, G en H stellen dat eigenaarschap geen invloed zou mogen hebben op de rol als bestuurslid, geeft elke respondent aan dat het bezit van aandelen in de praktijk altijd een invloed zal hebben. Hoe groot die invloed is, dat blijkt uit de resultaatverwerking afhankelijk te zijn van de situatie. Zo leiden we uit de interviews af dat de rol van een raad van bestuur tijdens een verkoop volledig bepaald zal worden door de meerderheidsaandeelhouder.

"als jij 100% van de aandelen bezit van de onderneming, dan kan je doen wat je wil. In de hypothese dat het gaat om een auction en over een bedrijf dat niet beursgenoteerd is. Dan heeft de raad van bestuur op zichzelf niet veel te zeggen." (Respondent 4)

Toch blijkt uit de interviews met respondenten A, B en E, die vijftig tot honderd procent van de aandelen in bezit hebben, dat de rol en betrokkenheid van de raad van bestuur tijdens een M&A-proces afhankelijk is van de relationele verhouding. Zo gaf respondent B aan een goede relationele houding te hebben met zijn mede bestuursleden waardoor hun rol bij een verkoop doorslaggevend is. Die goede vertrouwensband heeft er bijvoorbeeld toe geleid dat de respondent op advies van de mede bestuursleden de deal in de closing toch nog teniet deed.

Bovendien resulteert het bezit van aandelen volgens respondenten C, E, G, en H voor een hogere betrokkenheid met de onderneming. Ondanks bestuurders volgens de respondenten altijd moeten fungeren ten gunste van de aandeelhouders, geeft eigenaarschap een extra motivatie om de aandelenwaarde op te krikken. Aangezien de verkoop volgens respondent E rechtstreeks een invloed heeft op het privé leven, zal de bestuurder de deal kritischer en voorzichtiger behandelen.

Ten slotte haalt respondent C aan dat het bezit van aandelen ervoor zorgt dat de belangen meer op één lijn komen te liggen. Hoewel de respondenten aanhaalden dat men er vanuit mag gaan dat een aangestelde bestuurder zijn/haar functie in het belang van de aandeelhouder zal vervullen, is het toch mogelijk dat een bestuurder bij een verkoop zal denken aan zijn/haar eigen mandaat. Zo haalt respondent C aan dat een bestuurdersmandaat in sommige gevallen wel wat kan opleveren. Hierdoor is het dus plausibel dat een bestuurder zonder aandelen sneller geneigd is om een negatieve aanbeveling te doen. Dat om zo zijn/haar eigen mandaat te kunnen behouden.

"De betrokkenheid kan maar zo groot zijn als wanneer je met je eigen portefeuille te werk gaat. Als je met uw eigen centen bezig bent, het zou niet mogen, maar dat heeft natuurlijk een enorme impact. Dat is ook vaak de reden waarom wij het management betrekken in het aandeelhouderschap." (Respondent 8)

4.3.3) CEO-dualiteit

Ondanks CEO-dualiteit volgens de respondenten in een onderneming met een formele raad van bestuur niet vaak voorkomt, is de aanwezigheid van CEO-dualiteit volgens de respondenten niet uit te sluiten. Aangezien de CEO dan zowel operationeel als ook strategisch de leiding neemt, heeft het wel een grote impact op de rol van de raad van bestuur tijdens een verkoop.

Tijdens een raad van bestuur dient de voorzitter volgens respondent B de vergadering te leiden en is het aan de CEO om de onderneming te vertegenwoordigen. Daarnaast heeft de voorzitter volgens respondent H in verschillende gevallen de beslissende stem. Wanneer die voorzitter dan ook nog eens de CEO is van de onderneming zit er veel macht in handen van één persoon en kan die persoon beslissingen naar zich toetrekken. Bovendien resulteert dat volgens respondent F in een soort tunnelvisie waardoor er onevenwichtige beslissingen worden genomen. Dat zowel in de frequente strategische beslissingen als ook tijdens een M&A-proces.

"Zelf vind ik het geen goede zaak en vind ik dat dit maar tijdelijk zou mogen zijn. De voorzitter is de voorzitter, diegene die de vergadering leidt en de CEO is diegene dat zijn bedrijf eigenlijk komt vertegenwoordigen. Dus het is geen goede zaak. Het kan tijdelijk wel, maar op lange termijn geen voordelen." (Respondent 2)

4.3.4) Ethiek en Duurzaamheid

Een verkoop van een onderneming vangt bijna altijd de aandacht van de media. Aangezien de meningen van stakeholders en de gevolgen op de omgeving bij een verkoop binnen de privésector zeer belangrijk blijkt te zijn, is het van cruciaal belang om niet in een slecht daglicht te komen.

Volgens de respondenten is het dan ook mede de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur om ethische aspecten te doorgronden. Zo haalt respondent B aan dat het aan de raad van bestuur is om tijdens de pre-deal fase ethische overwegingen te maken en zo ethische schandalen te voorkomen. Zo haalt respondent A aan dat je situaties, waarbij de omgeving zijn ongenoegen uitdrukt, ten alle tijden moet voorkomen.

"Alles wat je niet wil hebben is dat ze in je omgeving praten over schandalige zaken. Het is dus inderdaad een zeer belangrijk topic in de raad van bestuur om dit telkens in overweging te nemen." (Respondent 1)

Naast het ethische aspect is het voor een raad van bestuur van de verkoper nog belangrijker om de duurzaamheid te stimuleren. Met duurzaamheid als nieuwe opkomende trend is het belangrijk dat de verkoper hier de nodige aandacht aan spendeert, meer specifiek ESG-rapportering. Zo stellen respondenten F en G dat banken de uitgifte van financiering sterker zullen afstemmen met de ESG-rapportering. De koper zal hierdoor dus meer aandacht vestigen op ESG-rapportering en de waardering van de target mee bepalen op basis van de duurzaamheid.

"Maar bijvoorbeeld een bank kijkt hier ook naar, want zij moeten rekening beginnen houden met hoeveel kapitaal ze uitlenen aan vervuilende sectoren. Hoe lossen ze dat op? Ze gaan vragen aan de klanten om ESG-rapporten voor te leggen en wat ze gaan doen om dat te verbeteren. Dat zal meer en meer een voorwaarde worden om krediet te verkrijgen al dan niet." (Respondent 7)

Kortom, de opkomst van ethische en duurzame overwegingen zal de rol van de raad van bestuur dus beïnvloeden. Om de onderneming aantrekkelijker te maken voor koperkandidaten en het maximale uit de M&A-transactie te krijgen, moet het bestuursorgaan de nodige aandacht bieden aan ESG-rapportering. Dat omdat ESG naar de toekomst toe volgens respondenten C, F, G en H mee bepalend zal zijn in de waardering van een bedrijf.

"Ja ik denk wel dat de opkomst van ESG een invloed heeft op hoe een bestuurder denkt en handelt. Het is voor de raad van bestuur altijd wel makkelijk om te zeggen, ja kijk we moeten naar duurzaamheid kijken, meten en rapporteren, maar dat is natuurlijk wel werk voor het management. Het is de raad van bestuur die de nodige krijtlijnen zet en het heeft natuurlijk wel een invloed dan op hoe de bestuurder zal handelen." (Respondent 3)

4.3.5) Andere mogelijke factoren

Ten slotte leiden we uit de interviews nog enkele diverse factoren/situaties af die eventueel de rol van een bestuurder tijdens een verkoop beïnvloeden. In dit gedeelte worden factoren zoals kennisneming van de M&A en de timing gecategoriseerd als mogelijks invloedrijke factoren. Dat omdat de invloed eerder onderliggend en situatie gebonden is.

4.3.5.1) Kennisneming van verkoop

Aangezien we uit de interviews afleiden dat de aandeelhouders in de privésector vaak verweven zitten in de raad van bestuur, zal de kennisneming over een mogelijke verkoop de rol van de bestuurder beïnvloeden.

Hoewel de respondenten die in bezit waren van aandelen stellen dat hun rol als bestuurder niet echt veranderde na kennisname van een eventuele M&A, merken ze wel op dat het privéleven dan meer in de belangstelling komt. Omdat elke beslissing tijdens het verkoopproces een directe impact heeft op het privéleven handel je volgens respondent E anders. Toch is de mate van invloed op de rol volgens de respondenten relatief beperkt.

"Ja inderdaad eigenlijk wel, want de manier van beslissing nemen is en blijft dezelfde. Alleen is de impact van de beslissing gewoon groter dus ja ik kan wel begrijpen dat dat een invloed kan hebben op hoe men handelt als bestuurder, maar dat zal slechts beperkt zijn. Men zal hoogstens iets voorzichter handelen, als in privé leven in het achterhoofd houden." (Respondent 5)

Respondent B voegde daar aan toe dat ook bestuurders zonder aandelen bij kennisneming van een eventuele verkoop een voorzichtigere houding dienen aan te nemen. Zo stelt de respondent dat vanaf men kennis neemt van eventuele overname of fusie dat de bestuurder zich terughoudend moet opstellen. Dat om de discretie en geheimhouding te garanderen.

4.3.5.2) Timing

Allerlaatst concluderen we uit de interviews dat de timing ook een invloed heeft op de manier waarop de raad van bestuur zal handelen. Ten eerste is het volgens respondenten E, F en G plausibel dat bestuurders aanbevelingen doen en beslissingen nemen in functie van hun privé situatie. Daarnaast leiden we uit het interview met respondent E, F en H af dat de macro-economische marktontwikkelingen ook bepalend zijn. Aangezien de raad van bestuur volgens respondent H verantwoordelijk is voor het nemen van strategische beslissingen, zal het initiatief om over te gaan tot verkoop steeds liggen bij de raad van bestuur. Mits goedkeuring van de aandeelhouders en met het motief om te groeien, is het bij ongunstige markt- of sectorontwikkelingen, zoals marktversnippering, aan de raad van bestuur om de mogelijkheid van anorganische groeiopportunities te analyseren en aan te kaarten.

5. Discussie

In dit segment van de studie worden de bevindingen van de resultaten in relatie tot de bestaande wetenschappelijke literatuur geanalyseerd. Hierbij onderzoeken we of de resultaten vanuit de analyse al dan niet overeenstemmen met de bevindingen uit de wetenschappelijke literatuur. Ten slotte sluiten we de discussie af met een overzicht van enkele beperkingen van de studie en worden suggesties gedaan voor toekomstig onderzoek.

5.1) De raad van bestuur als bestuursorgaan

Conform met de wetenschappelijke literatuur concluderen we uit de resultaatverwerking dat er drie organen zijn om de ondernemende activiteiten in goede banen te leiden (Dirix et al., 2005). Ten eerste zijn er de aandeelhouders. Net zoals bepaald in de literatuur merken we in de interviews op dat de aandeelhouders verantwoordelijk zijn voor het aanstellen van de bestuursleden (Dirix et al., 2005). Ten tweede is er ook het management. In overeenstemming met de wetenschappelijke literatuur gaven de respondenten aan dat het management verantwoordelijk is voor alle operationele zaken (Gesquière & Uyttenhove, 2017). Dat management dient ten slotte verantwoording af te leggen aan de raad van bestuur. Net zoals in het onderzoek van Kamardin and Haron (2009) is die raad van bestuur volgens de respondenten verantwoordelijk voor de maximalisatie en bescherming van de ondernemingswaarde.

Hoewel Gesquière and Uyttenhove (2017) de organen afzonderlijk voorstellen, leiden we uit de resultatenverwerking af dat er in de privésector vaak sprake is van een verweving van de organen. Aangezien zowel managers, aandeelhouders als bestuurders kunnen zetelen in de raad van bestuur is er volgens respondent H steeds een vermenging van de verantwoordelijkheden.

5.1.1) De rol van de raad van bestuur volgens de verschillende theorieën

In het onderzoek van Kamardin and Haron (2009) werden vier verschillende theorieën besproken om de rol van de raad van bestuur te definiëren. Ook in de resultatenverwerking komen de kenmerken van die theorieën terug. Ten eerste is er het 'Legalistic perspective' dat stelt dat de raad van bestuur geen inmenging heeft in de dagdagelijkse activiteiten en enkel wettelijke verplichtingen vervult (Kamardin & Haron, 2009). Daarnaast wordt de rol volgens Kamardin and Haron (2009) ook bepaald via de 'Agency Theory'. Die theorie omschrijft de rol van de raad van bestuur als monitorend waarbij ze het management controleren en de belangen van de aandeelhouders waarborgen (Kamardin & Haron, 2009). Als tegenhanger van die theorie kan de rol volgens de literatuur ook bepaald worden vanuit de 'Stewardship Theory'. Die theorie ziet de manager als goede steward van de onderneming waarbij CEO-dualiteit een gunstige factor is (Muth & Donaldson, 1998). Ten slotte is er volgens de literatuur het 'Resource Dependence perspective' dat de rol van het bestuursorgaan definieert als bemiddelaar en beslisser van de strategiebepaling (Zahra & Pearce, 1989).

Hoewel elke respondent de rol op een unieke manier definieerde, leiden we uit de resultatenverwerking af dat alle perspectieven in de praktijk voorkomen. Ten eerste stellen respondenten D en F, conform met het 'Legalistic' perspectief, dat de raad van bestuur een

fiduciare rol heeft en zich moet focussen op het beschermen van de belangen van de aandeelhouder. Ook respondenten B, E en H delen die mening, maar zij voegden hier aan toe dat een raad van bestuur in het kader van een verkoop de nodige controle moet voeren op het management. Verder vinden we in de interviews met respondenten A, C en F ook kenmerken terug van het 'Resource Dependence' perspectief.

"Een goede bestuurder zou zich bewust moeten zijn van wat er rond hem gebeurt en wat er allemaal een impact kan hebben. Dat je mee kan sturen naar mogelijke koperkandidaten en oplossingen." (Respondent 1)

Ten slotte merken we ook enkele kenmerken van de Stewardship theorie op. Hoewel elke respondent de combinatie van de functie CEO met het mandaat als voorzitter van de raad van bestuur afraadt, halen de respondenten aan dat CEO-dualiteit in sommige organisaties aanwezig is.

"Voor een grote firma is dat een nadeel. Voor een kleine kmo is dat gewoon praktisch het meest haalbaar. Bij een kleine onderneming kan het soms gewoon bijna niet anders." (Respondent 5)

5.2) Fases in de pre-deal van een verkoop

In overeenstemming met wetenschappelijk onderzoek naar de verschillende fases van de pre-deal van een M&A zien we in de praktijk een soortgelijke verloop. Toch zijn er in de werkelijkheid enkele verschillen mogelijk. Zo stelt bijvoorbeeld respondent H dat elk proces zeer variabel en divers is. Hierdoor bevatten sommige M&A-transacties fases, die in een ander M&A-proces niet aanwezig zijn. Daarnaast behandelt de literatuur het onderwerp voornamelijk vanuit het perspectief van de koper. Ondanks het verloop grotendeels overeenstemt met de literaire bevindingen, onderneemt de verkoper in het begin van het proces andere stappen.

Net zoals in het onderzoek van Welch et al. (2020) wordt het proces volgens de respondenten in gang gezet door de initiëring. In die fase wordt het motief van de verkoop bepaald. Hoewel de motiefbepaling in de literatuur voornamelijk onderzocht wordt vanuit het standpunt van de koper, merken we op dat de motieven, zoals bepaald door Calipha and Brock (2019), Calipha et al. (2010) en Zha Giedt (2017), overeenstemmen met de praktijk. Ondernemingen worden dus meestal verkocht om financiële middelen te bekomen of uit interesse om bij een grotere groep te behoren (Calipha & Brock, 2019). Verder leidt ook het gebrek aan opvolging volgens de respondenten tot de overweging om te verkopen.

Na de initiëring volgt volgens de literatuur de screening van de kandidaten en de verantwoording aan de raad van bestuur (Calipha & Brock, 2019). Echter, in de praktijk worden die twee fases volgens de respondenten samengetrokken en omschreven als de voorbereidingsfase. Hierbij gaat de verkoper beroep doen op een externe partij of aangestelde M&A-verantwoordelijken om enkele koperkandidaten op te lijsten (Calipha et al., 2010). De strategische fit en de toekomstvisie zijn hier van belang (Calipha & Brock, 2019).

Daarna gebeurt volgens Calipha and Brock (2019) de verantwoording aan de raad van bestuur. Echter, uit de interviews leiden we af dat de aflegging van verantwoording afhankelijk is van de

soort verkoop. Zo zal de verantwoording aan de raad van bestuur enkel plaatsvinden bij een strategische verkoop met groei als motief. Bij een verkoop met winstneming als motief daarentegen, zal de raad van bestuur volgens respondent D simpelweg ingelicht worden over de start van een verkoopproces.

Vervolgens gaat het proces volgens de literatuur verder met de onderhandelingen en due diligence (Welch et al., 2020). Uit de interviews leiden we echter af dat een toenaderingsfase nog voorafgaat aan de concrete onderhandelingen. Alvorens de onderhandelingen van start gaan, doorloopt worden volgens de respondenten enkele contactmomenten gehouden. Zoals in de resultaatverwerking vermeld werd, gebeurt die eerste toenadering vaak anoniem en dient het om interesse uit te lokken. Bij interesse vindt er volgens de respondenten een tweede formelere toenadering plaats. Als beide partijen voldoen aan elkaars randvoorwaarden gaan de ondernemingen de onderhandeling- en due diligence fase in. Zoals beschreven in de wetenschappelijke literatuur gaat men volgens respondenten A,B,E,F en H alle voorwaarden en vereisten bespreken met elkaar, om zo tot een Share Purchase Agreement te komen (Bruner & Perella, 2004). Echter voordat de SPA gevormd kan worden, dient er volgens de respondenten een 'Letter Of Intent' getekend te worden. Dat document vormt namelijk de basis om de onderhandelingen vertrouwelijk verder te kunnen zetten.

Ook de kenmerken van de due diligence fase stemmen overeen met de wetenschappelijke literatuur. Conform met Calipha and Brock (2019) stellen respondenten C, D, F en H dat de due diligence betrekking heeft op het financiële, fiscale en het commerciële plaatje (Panicker, 2022). Daarnaast bevestigt de resultatenverwerking dat de due diligence fase samen verloopt met de onderhandelingsfase. Zo stelt respondent G dat onderhandelingen continu getroffen worden vanaf de tweede toenadering.

Ten slotte wordt de pre-deal fase volgens de respondenten afgerond door de closing en de aankondiging van de deal. Hoewel Welch et al. (2020) na de due diligence nog een fase van waardering en financiering identificeert, kwam die fase niet aan bod in de resultatenverwerking. Bovendien stellen de respondenten, in tegenstelling tot de wetenschappelijke literatuur, dat de closing voorafgaat aan de aankondiging (Welch et al., 2020). Verder bevestigen de respondenten dat de closing plaatsvindt nadat de SPA getekend werd (DePamphilis, 2019). Vanaf dat moment is er volgens respondent D een overdracht van de aandelen en kunnen we dus spreken van de closing. Toch stemt de literatuur niet volledig overeen met de praktijk. Zo stelt de literatuur dat er goedkeuring nodig is van de mededingingsautoriteiten (Bruner & Perella, 2004; Calipha & Brock, 2019; DePamphilis, 2019). Dat kwam echter niet aan bod tijdens de interviews.

Bij de aankondiging stemt de literatuur opnieuw grotendeels overeen met de werkelijkheid. Zo stelt zowel de literatuur als de resultaatverwerking dat de aankondiging een grote impact heeft op de situatie na de pre-deal fase (Lehn & Zhao, 2006). In aanvulling op Welch et al. (2020) leiden we uit de resultaatverwerking bovendien af dat er bij sommige transacties aankondigingstactieken worden toegepast. Dat gebeurt niet ter beïnvloeding van het proces, maar wel om stakeholders gerust te stellen.

5.3) De rol van de raad van bestuur in de pre-deal fase

Uit de analyse van de resultaten besluiten we dat de raad van bestuur slechts beperkt betrokken is in het M&A-verhaal. Het is aan het management om tijdens een verkoop de onderneming te vertegenwoordigen, aan de aandeelhouders om de eindbeslissing te maken en aan de raad van bestuur om de belangen van de aandeelhouders te waarborgen (Pisano et al., 2017). Daarnaast bevestigt respondent H dat de raad van bestuur voornamelijk verantwoordelijk is om beslissingen te nemen met betrekking tot strategiebepaling (Merendino & Melville, 2019). In overeenstemming met Stiles and Taylor (1996) stellen de respondenten dat de raad van bestuur het initiatief zal nemen om een strategische verkoop aan het licht te brengen. Hierdoor zal de raad van bestuur dus actieve rol spelen bij de initiëring van een strategische verkoop. Verder bevestigt respondent B dat een raad van bestuur best vroeg betrokken wordt in het proces (Demirtaş, 2017).

Na de bepaling van het motief komt de raad van bestuur volgens de literatuur niet meer aan bod tot aan de fase van verantwoording. In die fase dient het management verantwoording af te leggen aan de raad van bestuur over gemaakte en toekomstige keuzes (Calipha & Brock, 2019). Hier merken we op dat de wetenschappelijke literatuur niet volledig overeenstemt met de werkelijkheid. Zo leiden we uit de interviews af dat de aflegging van verantwoording enkel zal gebeuren bij een verkoop met groei als voornaamste motief. Bovendien leiden we uit de resultaatbespreking af dat er ook een voorbereidings- en een toenaderingsfase is. Conform met de wetenschappelijke literatuur over de algemene bepaling van de rol van de raad van bestuur tijdens een verkoop, bevestigen de respondenten dat de raad van bestuur in die fases een begeleidende en coördinerende rol heeft (Eckstein & Parchomovsky, 2018; Gold, 2019).

Ook tijdens de onderhandelingen dienen ze volgens respondenten B,C,D,F en H het vogelperspectief te behouden. In overeenstemming met de bevindingen van Demirtaş (2017) is de raad van bestuur tijdens de onderhandelingen verantwoordelijk om het management te monitoren zodat agency conflicten vermeden worden (Demirtaş, 2017).

Tijdens de due diligence daarentegen speelt de raad van bestuur wel opnieuw een actieve rol. Hoewel de literatuur stelt dat de raad van bestuur hier enkel toezicht moet houden, stellen de respondenten dat het bestuursorgaan zal helpen in het beantwoorden van vragen van de koper (Panicker, 2022). Verder halen enkele respondenten aan dat de raad van bestuur, in geval van een management-buy-out, gehouden is om het management aan de koper voor te stellen.

Ten slotte concluderen we dat de bevindingen uit de literatuur over de rol van de raad van bestuur in de closing en de aankondiging overeenstemmen met die van uit de praktijk. De raad van bestuur is actief betrokken in de closing omdat ze een SPA en een term sheet dienen te tekenen (Bruner & Perella, 2004; DePamphilis, 2019). Daarnaast doen de bestuursleden, in overeenstemming met Coates (2015), op het einde van de rit hun aanbeveling omtrent de deal. Anderzijds vervullen ze nog een niet-actieve rol in de aankondiging van de M&A. Zo blijkt dat de communicatie voornamelijk gevoerd zal worden door de CEO en dat bestuursleden enkel belangrijke openbaarmakingen dienen te beoordelen (Haleblian & Finkelstein, 1999; Huse, 2007).

5.4) invloedrijke factoren

In de wetenschappelijke literatuur worden voornamelijk vier factoren geïdentificeerd die een invloed hebben op de rol van de raad van bestuur. Om die factoren te toetsen aan de werkelijkheid werden de respondenten bevraagd over de impact van die factoren op hun rol als bestuurder. Ondanks de resultaatverwerking niet identiek dezelfde factoren bevat, concluderen we uit de analyse dat de wetenschappelijke literatuur relatief overeenstemt met de bevindingen van de respondenten.

Ten eerste wordt de samenstelling van de raad van bestuur zowel in de literatuur als in de praktijk beschouwd als invloedrijk. Zo bevestigen de respondenten dat de samenstelling de manier van besluitvorming tijdens een verkoop zal beïnvloeden (McDonald et al., 2008). Interne bestuurders zorgen volgens Coles et al. (2008) voor een strategiebepaling die in lijn ligt met de operationele haalbaarheid. Hierdoor zal een M&A-bod enkel geaccepteerd worden als het de onderneming ten goede komt (Redor, 2016). Echter, een te hoge proportie kan wel resulteren in zwakke monitoring en opportunistische gedragingen (Chadam, 2018). Die voor- en nadelen werden door de respondenten bevestigd. Verder voegden de respondenten toe dat interne bestuurders in het kader van een verkoop zich mogelijks defensief opstellen omdat ze hun managementpositie willen behouden.

Ook de bevindingen over externe en onafhankelijke bestuurders stemmen overeen met wetenschappelijke literatuur. Zo zijn externe en onafhankelijke bestuurders waakzamer en hebben ze vaak expertise (Redor, 2016). Toch stellen respondenten A, B en H dat niet elke externe of onafhankelijke bestuurder voordelen biedt. Uit het interview met respondent A leiden we af dat de bevindingen van Güner et al. (2008) overeenstemmen met de werkelijkheid. Zo ondervonden respondenten A en H dat een bestuurder verbonden aan een financiële instelling de belangen van zijn/haar financiële instelling voorop durft stellen (Güner et al., 2008).

Conform met de literatuur is een combinatie van interne, externe en onafhankelijke bestuursleden dus cruciaal om evenwichtigheid te creëren, wat resulteert in genuanceerde en strategisch doordachte besluitvoering (Byrd & Hickman, 1992).

Het tweede element vanuit de literatuur dat overeenstemt met de werkelijkheid is de factor eigenaarschap. Hoewel de mate aan eigenaarschap volgens respondenten B, E, F en H de rol van een bestuurder niet drastisch zal beïnvloeden, stellen alle respondenten wel dat het al dan niet bezit van aandelen invloedrijk is. In overeenstemming met wetenschappelijke literatuur stelt bijvoorbeeld respondent H dat het bezit van aandelen de betrokkenheid doet stijgen (Hambrick & Jackson, 2000). Bovendien werden de bevindingen van Stulz et al. (1990) bevestigd. Zo stellen de respondenten dat het bezit van aandelen ervoor zorgt dat de belangen van de bestuurders bij een verkoop in lijn liggen met die van de aandeelhouders (Stulz et al., 1990).

Ten derde is de al dan niet aanwezigheid van CEO-dualiteit een invloedrijke factor. Zo beïnvloedt CEO-dualiteit volgens de respondenten de werking van de raad van bestuur en wordt het door elke respondent afgeraden. Dat omdat de CEO dan alle touwtjes in handen heeft, wat de onafhankelijkheid het bestuur dus ondermijnt (Chen, 2018; Redor, 2016). Hoewel Bange and

Mazzeo (2004) stellen dat CEO-dualiteit in het kader van een verkoop voordelig kan zijn, raadt toch elke respondent CEO-dualiteit af. Respondent F haalde dan ook aan dat CEO-dualiteit bij een verkoop leidt tot onevenwichtige keuzes. Die keuzes kunnen zowel goed als ook heel slecht uitdraaien.

Ten slotte werd in de literatuurstudie ook gekeken naar de grootte van de raad van bestuur. Net zoals in de literatuur haalden respondenten A,B, E en F aan dat een raad van bestuur, afhankelijk van de complexiteit van de organisatie, niet te groot mag zijn (Redor, 2016). Naast het feit dat een te groot bestuur de efficiëntie van de besluitvoering vermindert, heeft de grootte volgens de respondenten geen significante invloed op de rol van de raad van bestuur tijdens een verkoop (Redor, 2016).

Naast voorgaande factoren die in de wetenschappelijke literatuur onderzocht werden, leiden we uit de resultaatverwerking af dat ethische overwegingen en duurzaamheid ook twee belangrijke focuspunten zijn bij een verkoop. Aangezien de raad van bestuur de belangen van de aandeelhouders moet beschermen, dienen ze bij een verkoop steeds ethische overwegingen te maken. Dat om ongenoegen van stakeholders en een slechte reputatie te vermijden. Bovendien ondervonden respondenten dat ook de opkomende aandacht naar duurzaamheid de rol van de raad van bestuur beïnvloedt. Uit het interview met respondent H leiden we bijvoorbeeld af dat er in een raad van bestuur toekomstgericht steeds meer aandacht gevestigd zal worden op ESG-rapportering. Volgens respondenten C, F en G zal een goede ESG-rapportering dan ook resulteren in een hogere waardering. Aangezien de raad van bestuur volgens Dirix et al. (2005) en respondent D in het belang van de aandeelhouders moet streven naar maximalisatie van de ondernemingswaarde, moet het bestuursorgaan dus bij verkoop de nodige aandacht geven aan hun ESG-rapportering.

Ten slotte concluderen we uit de analyse van de resultaten dat er eventueel nog twee factoren zijn die de rol van een bestuurder kan beïnvloeden. Ten eerste zal kennisname van een eventuele verkoop de bestuurder beïnvloeden. Volgens respondenten B dienen bestuurders dan een voorzichtigere rol te spelen en zullen bestuurders zonder aandelen eventueel een rol op de achtergrond aanhouden. Respondent E, F en G voegden daar aan toe dat bestuurders dan meer zullen handelen met de impact op het privé leven in het achterhoofd. Ten tweede blijkt timing ook een invloedrijke factor te zijn. Zoals vermeld in de resultaatbespreking dient de raad van bestuur bij een consolidatiegolf een waakzamere rol te spelen. Daarnaast zal de privésituatie de manier waarop een bestuurder handelt en denkt beïnvloeden.

5.5) Beperkingen

De wetenschappelijke literatuur wordt voornamelijk gedomineerd door studies gevoerd vanuit het perspectief van de koper. Om de literaire gap op te vullen had dit onderzoek tot doel om een beter beeld te scheppen over de rol van de raad van bestuur van de verkoper tijdens M&A's. Om de centrale onderzoeksvraag, "Wat is de rol van de raad van bestuur van de verkoper tijdens M&A's", te kunnen beantwoorden, werd de literatuur getoetst aan de werkelijkheid. Dat aan de hand van acht semigestructureerd diepte-interviews.

Ondanks diepte-interviews volgens de literatuur een waardevolle en betrouwbare methode zijn om diepgaande persoonlijke ervaringen te verkrijgen, zijn er ook enkele beperkingen aan verbonden (Brinkmann & Kvale, 2018).

Een eerste beperking van het onderzoek is de eventuele aanwezigheid van bias en subjectiviteit (Noble & Smith, 2015). Zo leiden we uit het interview met respondent A dat zijn inzichten sterk gedreven werden door de persoonlijke relatie met de raad van bestuur. Hoewel de bevindingen binnen de datastructuur relatief overeenstemmen, zorgt een persoonlijke relatie of ervaring dus mogelijks voor extremere antwoorden.

Een tweede beperking is de beperkte generaliseerbaarheid van het onderzoek (Noble & Smith, 2015). De studie slaagde erin om een beter beeld te scheppen over de rol van de raad van bestuur van de verkoper, maar uit de verworven data leiden we af dat die rol slechts beperkt generaliseerbaar is overheen de privésector. Door de beperkte beschikbaarheid van bestuurders die konden participeren in het onderzoek, werden enkel bestuurders van kleine tot middelgrote ondernemingen behandeld. Bovendien merken we op dat er bij de behandelde organisaties vaak een verwevenheid is van bestuurders, managers en aandeelhouders binnen de raad van bestuur. Hierdoor is het lastig om de rol van de raad van bestuur tijdens een verkoop concreet te definiëren. Grote en complexe organisaties, waar de raad van bestuur bovendien volledig afgezonderd is van de algemene vergadering en het management, werden niet onderzocht.

Ten slotte is het onderzoek mogelijks beperkt in de variabiliteit van de datakwaliteit (Roller, 2019). Zoals reeds vermeld worden sommige inzichten gedreven door persoonlijke ervaringen. Hoewel elke respondent stelt dat de rol van de raad van bestuur tijdens een verkoop relatief beperkt is, konden de respondenten niet alles delen. Zo bleek tijdens de uitvoering van de interviews dat bepaalde zaken confidentieel zijn.

5.5) Aanbevelingen

Dit onderzoek focuste zich op de rol van de raad van bestuur van de verkoper tijdens een M&A. Hierbij werd de nadruk gelegd op de pre-deal van een M&A, zoals omschreven in het onderzoek van Welch et al. (2020) en Calipha and Brock (2019). Aangezien de raad van bestuur volgens respondent D ook na de eigendomsoverdracht een actieve rol zal spelen, dient er onderzoek te gebeuren naar de rol van de raad van bestuur na de pre-deal fase.

Daarnaast zou toekomstig onderzoek, gezien de beperkingen, onderscheid moeten maken in de verschillende soorten ondernemingen en situaties. Aangezien er slechts een beperkte mate aan respondenten binnen het kader van het onderzoek paste en ook bereikbaar waren, werden niet alle verschillende situaties uitvoerig behandeld. Om een concreter beeld te krijgen op de rol van de raad van bestuur zou toekomstig onderzoek zich meer kunnen focussen op de verschillende bedrijfsgroottes en M&A-gebonden situaties binnen de privésector. Zo haalde respondent H aan dat er verschillen zijn tussen een verkoop van 50% van de aandelen versus een verkoop van 100% van de aandelen. Bovendien dient nog onderzocht te worden of de rol van de raad van bestuur al dan niet verschillend is wanneer de raad van bestuur volledig gescheiden is van de algemene vergadering en het management.

6. Conclusie

Dit onderzoek biedt een diepgaand inzicht in de complexe rol van de raad van bestuur van de doelonderneming/verkoper tijdens M&A's. Via data verworven vanuit wetenschappelijke studies en semigestructureerde diepte-interviews is het onderzoek in staat om een concreet kader te schetsen over de rol die de raad van bestuur tijdens het verkoopproces vervult. Aangezien de meest bepalende handelingen volgens Calipha et al. (2010) getroffen worden in de pre-deal van een M&A en er volgens Dikova et al. (2010) beperkt onderzoek naar is, ging het onderzoek nader in op hoe het bestuursorgaan in dat proces naar voor komt. Zoals gedefinieerd in de literatuurstudie wordt de pre-deal gekenmerkt door alle stappen die de verkoper onderneemt tot dat er effectief een closing, ook wel de overdracht van de aandelen, plaatsvindt (Calipha & Brock, 2019; Welch et al., 2020).

Uit het gevoerde onderzoek concluderen we dat de raad van bestuur slechts beperkt betrokken is in het M&A-verhaal. In overeenstemming met Pisano et al. (2017) stellen de respondenten dat het de verantwoordelijkheid is van het topmanagement of een aangestelde M&A-specialist om de onderneming doorheen de verkoop te vertegenwoordigen. Hierbij zal de aandeelhouder telkens de eindbeslissing maken en is het aan de raad van bestuur om de belangen van de aandeelhouders te waarborgen. Dat door het vogelperspectief over de deal te bewaren en het topmanagement of de aangestelde specialist te controleren, monitoren en begeleiden doorheen het M&A-proces. In overeenstemming met Merendino and Melville (2019), die stellen dat het bestuursorgaan gehouden is tot het nemen van strategische beslissingen, concluderen we dat de raad van bestuur een fiduciaire rol heeft. De raad van bestuur fungeert dus als een soort betrouwbare supervisor doorheen het verkoopproces.

Gezien de beperkte operationele aanwezigheid van de raad van bestuur concluderen we dat de raad van bestuur slechts een beperkte rol speelt in de verschillende fases van de pre-deal. Enerzijds merken we op dat de raad van bestuur doorheen het verkoopproces een niet-actieve ondersteunende rol op zich. Anderzijds concluderen we dat de raad van bestuur, afhankelijk van de soort verkoop, ook een actieve rol op zich neemt tijdens de initiëring, voorbereiding, due diligence en closing. Uit de resultaatverwerking leiden we namelijk af dat de al dan niet actieve betrokkenheid van de raad van bestuur afhankelijk is van een verkoop met winstneming als motief of een verkoop met strategische groei als motief. Zo zal de raad van bestuur bij een verkoop met strategische groei actief optreden. Dat door anorganische groei aan te kaarten en de nodige voorbereidingen te begeleiden. Bij een verkoop met winstneming als motief daarentegen zal de transactie geïnitieerd worden door de aandeelhouder. Die aandeelhouder zal dan beroep doen op een aangestelde Corporate Finance Advisor. De raad van bestuur wordt in dit geval simpelweg ingelicht en gevraagd om de nodige documentatie te overhandigen. De raad van bestuur heeft in dat geval dus een niet-actieve ondersteunde rol.

Wanneer de verkoper de due diligence fase ingaat, heeft de raad van bestuur in beide gevallen opnieuw een actieve rol. Zo zal de raad van bestuur tijdens de due diligence complexe vragen van de koper moeten helpen beantwoorden en het topmanagement eventueel moeten voorstellen. Ten slotte dient de raad van bestuur bij de closing de deal te analyseren, een aanbeveling te doen en het 'Share Purchase Agreement' met de bijbehorende 'term sheet' te tekenen (Coates, 2015; Panicker, 2022).

Ten slotte maken we de conclusie dat er zes invloedrijke factoren zijn die de rol van de raad van bestuur tijdens een verkoop beïnvloeden. Hierbij werden de factoren vanuit de wetenschappelijke literatuur onderzocht en werden nieuwe factoren geïdentificeerd (Chen, 2018; Henry, 2005; Kroll et al., 2008; Redor, 2016). Enerzijds bevestigt de resultaatverwerking dat factoren zoals de samenstelling van het bestuursorgaan, het bezit van aandelen en CEO-dualiteit als invloedrijk beschouwd kunnen worden. Anderzijds leiden we uit de resultaatverwerking af dat aspecten zoals de timing, kennisname van verkoop en ethiek en duurzaamheid ook een invloed uitoefenen op hoe de bestuurders denken en handelen.

Kortom, aangezien de wetenschappelijk literatuur gedomineerd wordt door studies naar koperzijde van het M&A-proces, draagt het onderzoek bij aan de wetenschappelijke literatuur door de verkoperszijde in kaart te brengen. Hierbij maken we het besluit dat de raad van bestuur van de verkoper een beperkte rol heeft tijdens een verkoop, waarbij het bestuursorgaan een fiduciaire rol heeft en dus fungeert als ondersteunende en betrouwbare supervisor. Verder levert het onderzoek een bijdrage aan de wetenschappelijke literatuur door de pre-deal fase onder de loep te nemen en te analyseren welke factoren al dan niet een invloed uitoefenen op de rol van de raad van bestuur van de verkoper. Toch stellen we vast dat niet alle bevindingen veralgemeenbaar zijn overheen alle M&A-transacties binnen de privésector. Binnen de raad van bestuur is er namelijk vaak een verwevenheid van de verschillende organen. Doordat de aandeelhouders en eventueel het management ook in de raad van bestuur zetelen, zal de werking en betrokkenheid van de raad van bestuur als geheel orgaan verschillen van onderneming tot onderneming. Bovendien blijkt uit analyse dat de betrokkenheid van de raad van bestuur ook afhangt van de specificaties van de transacties. Zo blijkt het motief achter de verkoop een invloed te hebben op hoe de rol van de raad van bestuur zichtbaar is doorheen het M&A-traject. Daarom doet het onderzoek de suggestie om bij toekomstig onderzoek sterker onderscheid te maken tussen verschillende scenario's.

7. Bibliografie

- Aggarwal–Gupta, M., Kumar, R., & Upadhyayula, R. S. (2012). Success of a merger or acquisition-a consideration of influencing factors. *International Journal of Management Practice*, 5(3), 270-286.
- Bange, M. M., & Mazzeo, M. A. (2004). Board composition, board effectiveness, and the observed form of takeover bids. *Review of Financial Studies*, 17(4), 1185-1215.
- Bauer, F., & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 35(2), 269-291.
- Baxter, P., & Jack, S. (2008). Qualitative case study methodology: Study design and implementation for novice researchers. *The qualitative report*, 13(4), 544-559.
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1990). *Top management incentives, monitoring, and risk-bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings*. Paper presented at the Academy of management proceedings.
- Bezemer, P.-J., Peij, S., De Kruijs, L., & Maassen, G. (2014). How two-tier boards can be more effective. *Corporate governance*, 14(1), 15-31.
- Block, D., & Gerstner, A.-M. (2016). One-tier vs. two-tier board structure: A comparison between the United States and Germany.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
- Brewer, E., Jackson, W. E., & Jagtiani, J. (2000). Impact of independent directors and the regulatory environment on bank merger prices: Evidence from takeover activity in the 1990s. *Available at SSRN 256990*.
- Brinkmann, S., & Kvale, S. (2018). Doing interviews.
- Bruner, R. F., & Perella, J. R. (2004). *Applied mergers and acquisitions* (Vol. 173): John Wiley & Sons.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial Economics*, 32(2), 195-221.
- Calipha, R., & Brock, D. (2019). The pre-M&A stage: understanding the phases and success factors. *Journal of Intercultural Management and Ethics*, 2(4), 13-34.
- Calipha, R., Tarba, S., & Brock, D. (2010). Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors. *Advances in mergers and acquisitions*, 9, 1-24.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European financial management*, 10(1), 47-81.
- Candra, A., Priyarsono, D., Zulfainarni, N., & Sembel, R. (2021). Literature review on merger and acquisition (Theories and previous studies). *Studies of Applied Economics*, 39(4).
- Carpenter, M., & Sanders, W. G. (2007). Strategic management. Concepts and cases. A dynamic perspective. In: New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of management journal*, 44(4), 639-660.
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1), S1-S5.
- Chadam, A. A. (2018). Does the structure of the board of directors improve M&A performance? *International Journal of Synergy and Research*, 7.
- Chandra, Y., Shang, L., Chandra, Y., & Shang, L. (2019). Inductive coding. *Qualitative research using R: A systematic approach*, 91-106.
- Chen, J. (2018). *Agency, Stewardship and Corporate Acquisition Decisions*. Concordia University,

- Chun Tie, Y., Birks, M., & Francis, K. (2019). Grounded theory research: A design framework for novice researchers. *SAGE open medicine*, 7, 2050312118822927.
- Coates, J. C. (2015). Mergers, acquisitions, and restructuring: Types, regulation, and patterns of practice.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of financial Economics*, 87(2), 329-356.
- de Sousa Guimaraes, R., & Trevisan, G. (2022). Mandatory CEO Non-Duality, Agency Risk, and Shareholder Value.
- Demirtaş, G. (2017). Board involvement in the M&A negotiation process. *International Review of Financial Analysis*, 50, 27-43.
- DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*: Academic Press.
- Desai, A., Kroll, M., & Wright, P. (2003). CEO duality, board monitoring, and acquisition performance: A test of competing theories. *Journal of Business Strategies*, 20(2), 137-156.
- Deutsch, Y., & Ross, T. W. (2003). You are known by the directors you keep: Reputable directors as a signaling mechanism for young firms. *Management science*, 49(8), 1003-1017.
- Dikova, D., Sahib, P. R., & Van Witteloostuijn, A. (2010). Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies*, 41, 223-245.
- Dirix, E., Montangie, Y., & Vanhees, H. (2005). *Handels-en economisch recht in hoofdlijnen*: Intersentia nv.
- Eckstein, A., & Parchomovsky, G. (2018). Toward a horizontal fiduciary duty in corporate law. *Cornell L. Rev.*, 104, 803.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of management review*, 14(4), 532-550.
- Galpin, T. J. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions: Process tools to support M&A integration at every level*: John Wiley & Sons.
- Gesquière, S., & Uyttenhove, G. DE ROL EN WERKING VAN DE RAAD VAN BESTUUR IN FAMILIEBEDRIJVEN.
- Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2013). Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology. *Organizational research methods*, 16(1), 15-31.
- Gold, A. S. (2019). The Fiduciary Duty of Loyalty.
- Gregory, H. (2014). The Board's Role in M&A Transactions. *Thomson Reuters*.
- Güner, A. B., Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Financial expertise of directors. *Journal of financial Economics*, 88(2), 323-354.
- Gustafsson, J. (2017). Single case studies vs. multiple case studies: A comparative study. In.
- Hahn, A. (2005). The long slide stops for M&A driven by a December frenzy, US volume climbs 46% in 2004. *Investment Dealers Digest*, 17, 1-2.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56.
- Hambrick, D. C., & Jackson, E. M. (2000). Outside directors with a stake: The linchpin in improving governance. *California Management Review*, 42(4), 108-127.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal* (Vol. 416): Free Press New York.
- Hassan, M. (2023). Exploratory Research-Types, Methods, and Examples. In.
- Henry, D. (2005). Directors' recommendations in takeovers: An agency and governance analysis. *Journal of business finance & accounting*, 32(1-2), 129-159.
- Huang, Q., Jiang, F., Lie, E., & Yang, K. (2014). The role of investment banker directors in M&A. *Journal of financial Economics*, 112(2), 269-286.

- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*: Cambridge University Press.
- Johnson, H. (2007). Selling a private company-preparing for the sale. Succession planning is important, even if a sale isn't in the immediate horizon. Consider these basics first. *CMA MANAGEMENT*, 81(2), 16.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of management*, 22(3), 409-438.
- Junni, P., & Teerikangas, S. (2019). Mergers and acquisitions. *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*.
- Kamardin, H., & Haron, H. (2009). Roles of board of directors: Evidence from Malaysian listed companies. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 5(1), 22-36.
- Kroll, M., Walters, B. A., & Wright, P. (2008). Board vigilance, director experience, and corporate outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4), 363-382.
- Kuvandikov, A., Pendleton, A., & Higgins, D. (2020). The effect of mergers and acquisitions on employees: wealth transfer, gain-sharing or pain-sharing? *British journal of management*, 31(3), 547-567.
- Lehn, K. M., & Zhao, M. (2006). CEO turnover after acquisitions: Are bad bidders fired? *The Journal of Finance*, 61(4), 1759-1811.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.
- Malik, M. F., Anuar, M. A., Khan, S., & Khan, F. (2014). Mergers and acquisitions: A conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 520.
- Martin, C., & Herrero, B. (2018). Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 31(1), 1015-1041.
- McDonald, M. L., Westphal, J. D., & Graebner, M. E. (2008). What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 29(11), 1155-1177.
- Merendino, A., & Melville, R. (2019). The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19(3), 508-551.
- Mfinanga, F. A., Mrosso, R. M., & Bishibura, S. (2019). Comparing case study and grounded theory as qualitative research approaches. *Focus*, 2(05), 51-56.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of financial Economics*, 73(2), 201-228.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial Economics*, 20, 293-315.
- Muth, M. M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1).
- Noble, H., & Smith, J. (2015). Issues of validity and reliability in qualitative research. *Evidence-based nursing*, 18(2), 34-35.
- Panicker, P. (2022). Recommended model for pre-deal phase based on findings from executed Mergers & Acquisitions.
- Peng, Y.-S., & Fang, C.-P. (2010). Acquisition experience, board characteristics, and acquisition behavior. *Journal of Business Research*, 63(5), 502-509.
- Peter, H., & Liebeskind, J.-C. (2005). Letters of intent in the M & A context. *Arbitration of merger and acquisition disputes*, 265-280.
- Piesse, J., Lee, C.-F., Lin, L., & Kuo, H.-C. (2022). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. In *Encyclopedia of finance* (pp. 877-894): Springer.
- Pisano, V., Faraci, R., Cabiddu, F., & Picone, P. M. (2017). Internationalization of firms: revitalizing the board of directors after a cross-border acquisition. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 15(1), 65-82.

- Popp, K. M. (2013). *Mergers and Acquisitions in the Software Industry: Foundations of due diligence: BoD—Books on Demand*.
- Pugliese, A., Bezemer, P. J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. A., & Volberda, H. W. (2009). Boards of directors' contribution to strategy: A literature review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 292-306.
- Redor, E. (2016). Board attributes and shareholder wealth in mergers and acquisitions: a survey of the literature. *Journal of Management & Governance*, 20, 789-821.
- Roller, M. (2019). Strengths & Limitations of the In-depth Interview Method: An Overview. *Research Design Review*.
- Rostand, A. (1994). *Optimizing managerial decisions during the acquisition integration process*. Paper presented at the 14th annual strategic management society international conference, Paris.
- Rubin, H. J., & Rubin, I. S. (2011). *Qualitative interviewing: The art of hearing data: sage*.
- Stiles, P., & Taylor, B. (1996). The strategic role of the board. *Corporate Governance: An International Review*, 4(1), 3-10.
- Strauss, A., & Corbin, J. (1998). Basics of qualitative research techniques.
- Stulz, R. M., Walkling, R. A., & Song, M. H. (1990). The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers. *The Journal of Finance*, 45(3), 817-833.
- Talpová, B. S. Ž., & Balderas, B. L. E. M. MERGERS AND ACQUISITIONS BY MULTINATIONAL FIRMS.
- Tremblay, V. J., Tremblay, C. H., Tremblay, V. J., & Tremblay, C. H. (2012). Horizontal, vertical, and conglomerate mergers. *New Perspectives on Industrial Organization: With Contributions from Behavioral Economics and Game Theory*, 521-566.
- Walters, B. A., Kroll, M. J., & Wright, P. (2007). CEO tenure, boards of directors, and acquisition performance. *Journal of Business Research*, 60(4), 331-338.
- Watson, W. E., Kumar, K., & Michaelsen, L. K. (1993). Cultural diversity's impact on interaction process and performance: Comparing homogeneous and diverse task groups. *Academy of management journal*, 36(3), 590-602.
- Welch, X., Pavićević, S., Keil, T., & Laamanen, T. (2020). The pre-deal phase of mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of management*, 46(6), 843-878.
- Yin, R. K. (2009). *Case study research: Design and methods* (Vol. 5): sage.
- Yin, R. K. (2014). *Case study research: Design and methods (applied social research methods)*: Sage publications Thousand Oaks, CA.
- Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications* (Vol. 6): Sage Thousand Oaks, CA.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.
- Zha Giedt, J. (2017). *Disentangling Target Motives and Bidders' Selection of Targets in M&A*. Paper presented at the Washington Area Research Symposium Paper.

8. Bijlagen

8.1) Geïnformeerde toestemming

Geïnformeerde toestemming

Onderzoek: Wat is de rol van de raad van bestuur van de verkoper tijdens M&A's en welke factoren beïnvloeden die rol

Naam + contactgegevens onderzoeker: Mathis Peeters

Mathispeeters7@gmail.com; 0477060211

Duur van het interview: ±1 uur

1. Ik begrijp wat van mij verwacht wordt tijdens dit onderzoek.
2. Ik begrijp dat mijn deelname aan deze studie vrijwillig is. Ik ben voldoende op de hoogte gesteld dat ik het interview op ieder moment kan stopzetten zonder dat ik daarvoor een reden hoeft te geven en zonder dat daaruit nadeel voor mij mag ontstaan, en dat mijn deelname aan deze studie door de onderzoekers op ieder moment kan stopgezet worden wanneer dit in drastische nadelen zou resulteren.
3. De resultaten van dit onderzoek kunnen gebruikt worden voor onderzoeksdoeleinden. Mijn naam wordt daarbij niet gepubliceerd, er wordt gewerkt met pseudonimisering, en de vertrouwelijkheid van de gegevens is in elk stadium van het onderzoek gewaarborgd overeenkomstig de wetgeving ter zake. Ik begrijp hoe er met mijn gegevens en de onderzoekdata zal omgegaan worden.
4. Het betreft een individueel interview in het kader van een masterproef uit de opleiding Handelswetenschappen van de Universiteit Hasselt.
5. Ik weet dat ik voor vragen na het interview terecht kan bij: *Mathis Peeters, 0477060211*
6. Ik weet dat ik voor eventuele klachten of andere bezorgdheden contact kan opnemen met de betrokken medewerkers van de Universiteit Hasselt via: Liesbeth.Celis@uhasselt.be en/of Ruveyda.Kelleci@uhasselt.be

Ik geef toestemming tot het maken van een geluidsopname. ☐

Ik stem toe om deel te nemen. ☐

Ik heb bovenstaande informatie gelezen en begrepen en heb antwoord gekregen op al mijn vragen betreffende deze studie. Ik stem toe om deel te nemen.

Datum:

Naam en handtekening deelnemer

Naam en handtekening onderzoeker

8.2) Interviewleidraad

Toelichting onderzoek

1. Introductie;

- Kunt u wat meer vertellen over uzelf?
- Wat is/was uw functie in de raad van bestuur?
- Kan u mij wat meer vertellen over de onderneming?
 - Wat zijn de voornaamste activiteiten?
 - Het groeiproces van de onderneming, hoeveel werknemers telt het bedrijf, waar aanwezig?
- Welke functie heeft u binnen de onderneming?

2. Proces van de M&A

- Toelichting van fases

- Hoe is het M&A proces van start gegaan? Wie heeft wie benaderd?
- Welke stappen heeft de onderneming doorlopen in de pre-deal fase?
 - Wat was het motief voor de M&A?
- Hoe ging het proces verder?
- Wat is de rol van de raad van bestuur geweest tijdens de M&A?
- Wat is uiteindelijk het resultaat geweest van het proces?
 - Hoe verliep de communicatie?

3. Samenstelling van de raad van bestuur

- Hoe was de raad van bestuur opgesteld tijdens het overname-of fusieproces?
 - Interne/externe bestuurders?
 - Waarom werd die samenstelling aangehouden?
 - Wat zijn volgens u de voor- en nadelen van die samenstelling bij het M&A-proces?
 - Was er een connectie tussen bestuurslid en overnemende partij?

4. De rollen

Algemeen:

- Wat zijn volgens u de taken van een raad van bestuur?
- Welke rollen dienen zij te vervullen in de onderneming?
- Wat is de rol van de raad van bestuur in de verschillende stappen binnen de pre-deal fase?
- Wat zijn de belangrijkste zaken die de raad van bestuur bijdraagt in het gehele M&A-proces?

Individu:

- Welke rol heeft u voornamelijk vervuld?
- Stelde u zich anders op of stelde u andere rollen voorop nadat u kennis genomen had van een eventuele M&A?
- Heeft u externe partijen betrokken in het proces?
 - Op welke partijen heeft u gesteund?
 - Wat was hun rol tijdens het proces?

5. Eigenschappen van de raad van bestuur

- Heeft de samenstelling van de raad van bestuur volgens u een invloed op uw rol als bestuurslid tijdens de M&A?
- Is er sprake van CEO-dualiteit?
 - Is dit volgens u eerder voordelig dan nadelig geweest tijdens het M&A proces en waarom?
 - Heeft dit een invloed gehad op uw rol/besluitvoering als bestuurslid?

- Hield u vermogen van de onderneming aan voor het M&A-proces?
 - Had dit volgens u een impact op uw rol tijdens het M&A-proces?
 - Had de manier van compensatie een invloed op uw rol?
- Hoe stond u tegenover een overname-fusieaanbod?
 - Was u eerder defensief of progressief? Waarom?
 - Wat is hier de impact van geweest op het uiteindelijke resultaat van de M&A?

6. Extra

- Wat zijn enkele van de grootste uitdagingen die de Raad van Bestuur heeft ondervonden bij fusies en overnames?
- Wat zijn enkele van de grootste uitdagingen in de uitvoering van uw rol als bestuurslid tijdens een M&A-proces?
- Hoe worden ethische overwegingen en duurzaamheid meegewogen in het besluitvormingsproces van fusies en overnames?
- Welk advies zou u geven aan nieuwe bestuursleden die te maken krijgen met hun eerste fusie of overname?
- Zijn er nog aspecten die uw rol tijdens het M&A-proces beïnvloedde?