Uitkomsten van een onderzoek naar de relatie management - eigenaar

In (a) Good Company

Uitkomsten van een onderzoek naar de relatie management - eigenaar

In (a) Good Company

Colofon

Uitgave van	Turner
Tekst	Peter de Bruin
	Suzanne Franken
	Mariolein van der Plas
Vormgeving	Frank Westenberg
Fotografie	Iris Borst
	Dreamstime stock
Eindredactie	Suzanne Franken

Inleiding

Samenvatting

Aanleiding

Achtergrond: *de relatie management – eigenaar*

De relatie naar boven

De relatie naar beneden

Balans tussen boven en onder

Inleiding

De opkomst van hedge funds en private equity creëren in Nederland een ware hausse. Op elke opiniepagina vraagt men zich af wat private equity en hun vermeende sprinkhanengedrag toevoegt aan de resultaten van een onderneming. Investeringsmaatschappijen zouden ‘even een bedrijf opkopen, om het vervolgens als een zwerm sprinkhanen kaal te vreten’. Welke bedrijven zijn de volgende overnameprooien?

Recente ontwikkelingen rondom ABN Amro, aangewakkerd door de kritische aandeelhouder TCI, maken dat de Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen, de Algemene Vergadering van Aandeelhouders en zelfs de ondernemingskamer overuren maakt. Ook de tweede kamer hield onlangs een hoorzitting over dit onderwerp.
Zijn ondernemingen ‘tradable goods’, zoals Tabaksblat beweert? Ja, dat is al sinds in de negentiende eeuw een vermogende dorpsgenoot een aandeel nam in de plaatselijke bakker zodat deze een nieuwe oven kon bekostigen. Hij verkocht dit aandeel aan een ander, waarmee de handel in (delen van) bedrijven begon. Ondernemingen zijn dus handelswaar, maar dat niet alleen; ze zijn ook de ontwikkelplaats van mensen, de broeinesten van innovaties en de broodwinning van toeleveranciers. Continuïteit is een doel op zich, uiteraard niet tegen elke prijs. Waar ligt de balans en hoe meten we die?

Een CEO streeft naar ‘a good company’; een goed bedrijf. Wat is nu de sleutel tot succes, hoe haalt u goede (financiële) resultaten? Het antwoord ligt verscholen in de titel van dit boekje; de CEO van een organisatie moet zich in goed gezelschap bevinden om een goed bedrijf te leiden. Een goede relatie met de juiste eigenaar en een goed directieteam zijn een groot deel van de oplossing. Een eigenaar is een gegeven, zo lijkt het, maar de relatie met de eigenaar zeker niet. Zelfs de keuze voor een (type) eigenaar is in

“Companies are tradeable goods” Morris Tabaksblat

toenemende mate een realistisch onderwerp van gesprek. In dit boekje komen drie eigenaarsregimes aan de orde: beursgenoteerd (public equity, listed), familiebedrijf en private equity (participatiemaatschappij). Het woord regime is gekozen omdat het drie verschillende overleg- en besluitvormingsconstructen zijn waarin eigenaar en management tot prestaties moeten komen. In dit boekje benaderen we het vraagstuk zoveel mogelijk vanuit de CEO van een organisatie. Welke eigenaar is het meest geschikt? Maakt het werkelijk iets uit met welke eigenaar of welk type eigenaar we te maken hebben, of zijn prestaties van een organisatie vooral afhankelijk van andere concurrentiefactoren?

Eigenaren kiezen bewust voor bedrijven en management, omgekeerd nog niet.

De voornaamste bron voor dit boekje is het onderzoek 'In Good Company, a study to results and management in three ownership constructs', door drs. H Postma (Universiteit van Amsterdam en Universiteit van Maastricht), in opdracht van en samenwerking met Turner. Dit onderzoek biedt een uitgebreide literatuurstudie naar de relatie management – eigenaar en een kwalitatief onderzoek naar de Nederlandse situatie bij de drie eerder genoemde regimes. Het onderzoeksteam heeft daarnaast tweeëntwintig diepte-interviews gehouden met directieleden en eigenaren van ondernemingen uit de drie regimes.

Wij danken drs. H. Postma, prof. dr. B. de Wit (Strategy, Universiteit van Maastricht) en prof. dr. H. Rijken (Ondernemingsfinanciering, Vrije Universiteit Amsterdam) voor respectievelijk het onderzoek, de supervisie en de theorievorming en onderbouwing van een aantal conclusies. Tot slot danken we Turner bestuursadviseur Johannes Crol voor zijn review, Frank Westenberg voor de vormgeving en Suzanne Franken voor de eindredactie.

Juni 2007
Peter de Bruin
Mariolein van der Plas

Turner Zomer Event 2007

In het Turner Zomer Event 2007 wordt op basis van dit onderzoek in een managementdialoog aan de hand van een aantal stellingen gediscussieerd. Ook is er een column, een betoog over dit onderwerp, van Joop Wijn, directielid van de Rabobank en voormalig staatssecretaris van Financiën en minister van Economische Zaken.

De resultaten van de managementdialoog komen beschikbaar op www.turner.nl

Deelnemers aan de dialoog zijn:

Bert de Groot,
CEO Delft Instruments
(voormalig beursgenoteerd,
nu private equity eigenaar)

Gert-Jan Huisman,
CEO Centrotec
(beursgenoteerd, Duitsland)

Leon Kruimer,
CFO Crucell (beursgenoteerd)

Ronald Goedmakers,
CEO Vebego (familiebedrijf)

Samenvatting

Achtergrond

Het ene bedrijf presteert beter dan het andere en prestaties worden gemeten op verschillende dimensies: winst, de koers-winstverhouding, klanttevredenheid en medewerkerstevredenheid. Eigenaren hebben baat bij prestatie(verbeteringen) van ondernemingen. Enerzijds als minimalisering van het risico op verlies, anderzijds als maximalisering van de kans op winst. Het basisprincipe is en blijft immers return on equity, rendement op geïnvesteerd eigen vermogen.

Eigenaren kunnen hun eigendom op diverse manieren verhandelen, op de markt (beurs) in geval van een publieke listing, of middels notariële overeenkomsten op de private markt. In het eerste geval gaat het vaak om vele, kleine, anonieme eigenaren (de aandeelhouders), in het tweede geval gaat het om een kleine selectie grotere eigenaren die bekend zijn. Grofweg zijn er drie soorten eigenaren te onderscheiden, in het kader van dit onderzoek 'regimes' genoemd: beursgenoteerd, familiebedrijf (kapitaal in handen van familie) en private equity (kapitaal in handen van een of meer participatiemaatschappijen).

Er zijn veel discussies over de verschillen en overeenkomsten tussen het stakeholdermodel (Rijnlands) en het shareholdermodel (Angelsaksisch), met verschillen in prioriteiten tussen belanghebbenden, timing (horizon), governance en al dan niet passend in een maatschappelijke cultuur. Winst nu is beter dan winst ooit, maar continuïteit is niet altijd gebaat bij winstmaximalisatie nu. Nederland ligt geografisch en bedrijfseconomisch op een grensvlak van beide vormen. Het is evident wie er aan het langste eind trekt. De aandeelhouder is de baas. Recente casuïstiek bij Stork en ABN Amro maakt dat ook weer duidelijk. De ondernemingskamer is uitermate helder over hoe de wet de aandeelhouder het laatste woord geeft. Toch gaat het, zo blijkt uit onderzoek, om even-

wicht en balans. Kortetermijnwinst gaat wel degelijk gelijk op met de noodzaak tot langetermijninvesteringen. Een organisatie opereert op een concurrerende markt en moet zowel voor nu als voor later werken. De waarde van een onderneming is in principe de contant gemaakte som van de toekomstige cashflow.

Verschillende (soorten) eigenaren hebben een verschillende ambitie en belang; ze zijn niet over één kam te scheren. Het is noodzakelijk om te weten welke (soort) eigenaar vanuit welke ambitie en welk belang redeneert. Is er alleen rendement op de korte termijn gewenst of gaat het om de continuïteit en het rendement op lange termijn? Soorten eigenaren gaan verschillend om met de macht die ze hebben. Levert dit verschil ook verschillende resultaten op?

Resultaten onderzoek

Uit onderzoek blijkt dat naarmate de doelen en belangen van eigenaar en management gemeenschappelijk zijn, de doelen beter gerealiseerd worden, ook als dat hoge doelen zijn. Bovendien geldt dat als er tussen eigenaar en management wederzijds vertrouwen is (als gevolg van een goede dialoog of partnership) de doelen ook beter gehaald worden.

Op de korte termijn (drie jaar) zijn er, soms zelfs grote, verschillen in resultaten (winstgevendheid) tussen bedrijven die opereren in de verschillende regimes. Ook blijkt dat bedrijven die een switch in eigenaarschap hebben doorgemaakt een ander resultaat genereren (beide kanten op). Private equity levert een relatief hoog resultaat als gevolg van de aandacht, de expertise en het wederzijds commitment tussen management en eigenaar. Als gevolg van gemeenschappelijkheid en vertrouwen gaat er blijkbaar een andere prikkel uit van private dan vanuit public of een familie. Resultaten verschillen ook bínnen een regime. Zo genereren verschillende generaties familiebedrijven verschillend resultaat, ook na correctie voor marktinvloeden.

De verschillen in kortetermijnresultaten tussen regimes, bieden de onderneming (de CEO) de kans om bij de juiste fase de juiste eigenaar te zoeken. Hoewel dit

SNS REAAL

Cor van den Bos, directievoorzitter REAAL Verzekeringen, beursgenoteerd (sinds mei 2006)

Voor groei is geld nodig. Deze groei is belangrijk voor SNS REAAL. Daarmee is de relatie met de beurs belangrijk. De beursgang van 2006 heeft consequenties bijvoorbeeld op het gebied van governance. Omdat de bankverzekeraar al aan veel wet- en regelgeving en aan veel informatieverplichtingen moest voldoen, is de modes operandi niet ingrijpend gewijzigd.

SNS REAAL probeert zo voorspelbaar mogelijk in haar bedrijfsvoering te zijn. De reactie van de beurs op de resultaten elk kwartaal zijn meer volatiel. Dat is duidelijk anders dan in de vroegere (coöperatieve) omgeving, waarbij

een theoretische optie lijkt, bewijzen de vele delistings en management buy-outs dat de beurs niet de juiste omgeving is om een onderneming verder op te laten groeien. Participatiemaatschappijen of familiekapitaal leveren vaak meer armslag, tegen minder noodzaak tot rapporteren en minder lastige analisten.

De prikkel die uitgaat van gemeenschappelijkheid is op de lange termijn niet terug te vinden. Er is geen aantoonbaar verschil in resultaten. Eigenaarschap differentieert de resultaten van organisaties op de lange termijn (tien jaar) niet. Er zijn andere, belangrijkere factoren die de ondernemingsresultaten wel aantoonbaar beïnvloeden. Uit dit onderzoek, maar ook uit internationale onderzoeken zoals bijvoorbeeld van Jim Collins, blijkt dat prestaties en resultaten differentiëren door concurrentiefactoren als leiderschap, kwaliteit van het management, visie en executie. Deze resultaten duiden er dus op dat een stakeholderbenadering voor de lange termijn het beste rendeert. Hoe dan ook, de kwaliteit van het management in brede zin is een belangrijkere variabele dan wie de eigenaar is.

Verklaring en gevolgtrekking

Aandeelhouders trekken aan het langste eind. In de relatie management – eigenaar gaat het én om goed eigenaarschap én om goed leider- en ondernemerschap. Een vertrouwensrelatie met gemeenschappelijke doelen en de vertaling ervan naar strategie en implementatie genereert duurzame prestaties. Dat vereist selectie en begrip van beide kanten. De CEO en Raad van Commissarissen hebben daarin een sleutelpositie. De CEO heeft twee opdrachten:

1) zorg voor 'good company', goed gezelschap in de zin van de juiste eigenaar(soort) op het juiste moment. Zorg voor een eigen visie, agenda en ruimte om tot prestaties te komen. Doe dat door scherp aan de wind te varen, de rug recht te houden en open en transparant (governance) te opereren.
2) zorg voor 'a good company', een goede organisatie in de zin van een aantrekkelijke werkgever, goede klantprestaties, het verhogen van het verandervermogen en het tonen van visie en leiderschap. Dat heeft een veel grotere voorspellende waarde voor prestaties dan het regime waarin de onderneming zich bevindt.

de stichting 100% eigenaar was. Dat maakt externe communicatie meer precair. Gevolgen voor het investeringsbeleid heeft de beursgang niet. Lange- en kortetermijninvesteringen waren, zijn en blijven het gevolg van een zorgvuldig besluitvormingsproces rondom marktkansen en verandervermogen.

"Met of zonder beurs, je moet als management doen wat moet gebeuren. Voor geld voor verdere groei zullen we goed luisteren naar de eisen van de aandeelhouders."

De zorg voor goede relaties op basis van vertrouwen en intentie in beide domeinen, respectievelijk 'boven' en 'onder', is de niet een lichtzinnige opdracht voor een CEO. Daarbij hoort het antwoord op de vraag of hij in die situatie, met die opdracht, in dat regime de beste persoon is. Verder zijn governance en control onontkoombaar, hoewel die pas achteraf een blik werpen op waarom het niet goed ging in plaats van vooraf een prestatie voorspellen. De beurs is daarin de beste benchmark(t) die er is, met alle subjectieve psychologische effecten die daarbij horen, maar van een dialoog tussen management en eigenaar, die kan leiden tot gemeenschappelijke doelstellingen, is natuurlijk nauwelijks sprake.

Maar ook de eigenaren zijn aan zet. 'De betaler bepaalt', brengt verantwoordelijkheden met zich mee. De reputatie van participatiemaatschappijen en hedgefondsen gaan een rol van betekenis spelen. Private-equityfonds Apex heeft bij een volgende venture heel wat uit te leggen over hoe de boel bij PCM is achtergelaten. We moeten in Nederland nog wennen en ruimte geven aan het idee dat eigenaren een markt vormen, met marktwerking waarin 'goed eigenaarschap' een rol speelt. De poging van DSM om te komen tot aandeelhoudersdifferentiatie is mislukt. Dezelfde aandeelhouders anders behandelen kan wetmatig ook niet. Toch zal in toenemende mate gezocht worden naar de meest geschikte eigenaren voor een onderneming.

Als gevolg van toenemende transparantie in de governance (SOX), is de bemoeizucht van eigenaren toegenomen. De ondernemingsdoelstellingen zijn leidend voor de CEO, maar het is goed als eigenaren de druk vanuit shareholderperspectief opvoeren. Stilstand is immers achteruitgang, met veel ernstiger gevolgen voor een onderneming en z'n werknemers dan een ver doorgevoerde splitsing of reorganisatie. Een eigenaar moet echter niet op de stoel van een ander gaan zitten. De aandeelhouder op de beurs moet zich beter realiseren dat er slechts één echte manier is om de stem te laten doen gelden in de 'trias economica' van de ondernemingsfinanciering: kopen en verkopen. Natuurlijk kan de eigenaar invloed uitoefenen, maar stemrecht is z'n belangrijkste wapen en het enige dat uitgaat van de kracht van de markt waar hij zelf zo in

CvC Capital

Gijs Vuursteen,
CvC Capital, private equity fonds

Private equity zorgt voor ondernemerschap en duidelijkheid.

Een participatiemaatschappij is er voor de ondernemer, de onderneming, z'n klanten en z'n medewerkers. Een participatiemaatschappij kán niet alleen voor de shareholder gaan. Dat wordt door de markt afgestraft. De shareholder is een belangrijke stakeholder van de onderneming, maar niet de enige. Sprinkhanengedrag is uit den boze, dat levert noch de onderneming, noch de eigenaar voldoende op. Wat vaak vergeten wordt, is dat de reputatie van de PE-firm wel degelijk meeweegt in de koop- en verkoopprocessen. PE is een markt. Ook institutione-

gelooft. Door het verkopen van aandelen is de kans op verandering van beleid, strategie en positie het grootst.

Er kan in de 'trias economica' nog meer aan zuiverheid gewonnen worden. De Raad van Commissarissen is er namens de aandeelhouders om de CEO te controleren. In de praktijk zijn er allerlei verbanden tussen de CEO en de Raad van Commissarissen die de controle minder neutraal maken. Het wordt tijd voor een serieuzere rol voor de Raad van Commissarissen, zonder oldboysnetwerk. Als de Raad van Commissarissen de CEO écht controleert hoeft de aandeelhouder niet meer op de stoel van de CEO te gaan zitten.

Bij private financiering en het familiebedrijf zijn gemeenschappelijkheid (congruentie), vertrouwen en transparantie vanzelfsprekender en eenvoudiger te organiseren. Een gemeenschappelijke agenda, gebaseerd op wederzijds vertrouwen en commitment, eventueel in aandeelhoudersconstructies (opties) verwerkt, zorgt voor het op één lijn krijgen van de doelen van de aandeelhouder, de onderneming en z'n bestuur.

Conclusies

Goede prestaties worden vooral afgedwongen door concurrentiefactoren als kwaliteit van het management. Gemeenschappelijkheid en vertrouwen is daarna de grootste voorspeller van waardecreatie. De CEO heeft in die zin, samen met de Raad van Commissarissen, z'n handen vol met 'building (a) good company'. De juiste eigenaar op het juiste moment kan vooral op de korte termijn een prikkel geven die relatief snelle en hoge waarde creëert. Private equity is daarvan een succesvol voorbeeld. Op lange termijn zijn andere concurrentiefactoren echter maatgevender.

Goed ondernemerschap gaat hand in hand met goed eigenaarschap. Goede organisaties worden door markten afgedwongen (middels concurrentie op de afzet-, arbeids- en financiële markt). Voor goede eigenaren geldt hetzelfde: ook die worden door de markt afgedwongen. De reputatie van private-equityhuizen en hedgefondsen zal een rol spelen in toekomstige overnames en als de Raad van Commissarissen zijn controlerende rol goed speelt, hoeft de aandeelhouder niet op de stoel van het management te gaan zitten.

le beleggers als pensioenfondsen die in PE-firms investeren, hebben een scherpe neus voor wat wel en niet kan.

PE creëert duidelijkheid die er veelal bij andere regimes niet was. Als iedereen met hetzelfde bezig is en er gezamenlijk hard en met veel middelen (geld, tijd en energie) aan werkt, gaan de resultaten hard omhoog. Dat is ondernemerschap. Veel huidige, klassieke eigenaren ('old boys') stoppen er niet genoeg ondernemerschap in, een typisch Nederlandse attitude. Daarmee doe je juist de onderneming en de mensen die er werken tekort. Wij meten maar op 70% harde, kwantificeerbare doelen en voor 30% op kwalitatieve doelen. Het statement 'shareholder = profitability en stakeholder is responsibility' is veel te eenzijdig en gekleurd.

De relatie eigenaar-management is precair. Wederzijds vertrouwen is alles. De expertise van de participatiemaatschappij, »

oeten zuinig z
van Peter Blom: Duurzaamheid
ledig in deb
private equit,
OPTIEK
Private equity h
De Tweede Kamer
moet zich niet baseren
sentimenten.

Aanleiding

De discussie over hedgefondsen en private equity als eigenaarsvormen ten opzichte van de ons overbekende public equity (beurs) is in Nederland in volle gang. Het is niet vreemd dat juist in Nederland deze discussie oplaait. Nederland zit qua (management)cultuur en maatschappelijke oriëntatie op het snijvlak van het Rijnlandse model en het Angelsaksische model. Beide modellen pogen vanuit een ambitie van goed bestuur de belangen van de belanghebbenden voor de korte en lange termijn te dienen; echter in essentie zijn ze verschillend. Het Rijnlandse model zou als stakeholdermodel kunnen worden omschreven en het Angelsaksische als shareholdermodel.

Beide zienswijzen hebben hun waarde. Er is wellicht een conclusie te trekken in termen van goed of beter, maar die is zwaar en complex omdat te veel variabelen over een te lange periode een rol spelen. Dat levert een onmeetbaar vraagstuk op. Het is macro-economisch niet aangetoond dat bedrijven in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten beter of slechter presteren dan bijvoorbeeld in Duitsland of Frankrijk. Ook hun positie in het maatschappelijke krachtenveld verschilt niet aantoonbaar. De bedrijfsvoering, in termen van bijvoorbeeld aandeelhouderscommunicatie en governancestructuur, is echter wel verschillend.

"Er heerst een gevoel van kwetsbaarheid in ons land. We zijn na het Verenigd Koninkrijk het land met de minste bescherming in Europa." Morris Tabaksblat

De Angelsaksische overtuiging dat de aandeelhouder de baas is en aandeelhouderswaarde daarmee het enige wenkende perspectief, wint terrein in een land dat wel degelijk gebaseerd is op polderachtige consensuscultuur. Niettemin is er wereldwijd respect voor de manier waarop de Nederlandse maatschappij, op diezelfde overlegcultuur gebaseerd, in elkaar zit. Neem alleen maar de lovende woorden van wereldleiders aan het adres van voormalig premier Kok voor wat betreft de overlegstructuur met de sociale partners.

De aanvallen van hedgefondsen als TCI op ABN Amro, en Centaurus en Paulson op Stork maken veel los. Reacties variërend van 'blijf van ons cultuurgoed af', tot 'weg met de sprinkhanen', tot 'terecht, het management heeft niet goed gepresteerd', wisselen elkaar op de diverse opiniepagina's af. Ook private-equityfondsen laten zich als moderne, slagvaardige eigenaren niet onbetuigd en krijgen veel kritiek te verduren in de media. Beide beroepsgroepen verweren zich door het uitspreken van goede intenties en aantonen van nut en noodzaak. En, als we eerlijk zijn, er zijn goede en slechte aandeelhouders, dus er zullen ook wel goede en slechte hedgefondsen en participatiemaatschappijen zijn. Bovendien is het niet een nieuw fenomeen, beide eigenaarsvormen gaan al eeuwen mee.

"De belegger wordt te machtig"
Bernard Wientjes, voorzitter VNO-NCW

Een groot deel van het debat gaat over de vraag wat beter is, welke eigenaar is beter in de zin van 'levert de beste resultaten' of 'wat zijn de verschillen in resultaten tussen eigenaarsvormen'? Het probleem bij deze vraag is dat het antwoord afhangt van de vraag 'voor wie?' en 'wanneer?'. Voor wie is welk regime beter, voor de aandeelhouder, de klant, de medewerker, de maatschappij of het milieu? Nu, over drie jaar, over vijf of tien jaar? En wat is duurzaam? Moeilijk tot niet definieerbaar en dus ook slecht meetbaar. Al heel snel komen we terecht in een discussie op basis van overtuigingen en ononderbouwde voorkeuren.

Voor Turner is het minstens zo interessant een antwoord te vinden op hoe de relatie tussen management en eigenaar is (ook wel agent versus principal) en hoe de CEO de resultaten kan verbeteren door te werken aan de ruimte, ambitie en het vermogen van zowel de organisatie als de eigenaar. In dit onderzoek kijken we dus naar de overeenkomsten en verschillen in resultaten tussen een drietal regimes, maar kiezen nadrukkelijk het perspectief van de CEO om te achterhalen hoe deze resultaten van organisaties zijn te beïnvloeden.

vervolg van pagina 11 « **zoals CVC, over de tak van sport levert een partnership met meer toegevoegde waarde dan alleen een zak met geld en een set werkafspraken. Dit partnership eist niet alleen commitment van het management, waarvoor zij variabel beloond worden, maar vooral ook waarde. De strategie is doorgaans vier tot zeven jaar in een organisatie te investeren, waarna de onderneming het weer op eigen kracht moet kunnen.**

Het aardige is dat het management dat kiest voor een PE-eigenaar, er echt voor gaat. Vaak hebben ze een plan, een strategie, maar zoeken ze de funding, er is dan dus een financiële noodzaak. Dat er dan meteen een partner meedenkt en er minder last van de beurs is, is mooi meegenomen. Hetzelfde geldt voor de persoonlijke winsten die te halen zijn. En daar moet men hard voor werken, eigenaar én management. De cash flow en P&L worden maandelijks en per kwartaal gemeten,

de targets zijn uitdagend en afwijkingen vragen om uiterst alert te reageren.

"Laat private equity eigenlijk niet gewoon zien dat er meer uit valt te halen door er meer in te stoppen? Hoe meer congruent (de belangen van) eigenaar en management, hoe beter de resultaten."

Achtergrond: de relatie management – eigenaar

In dit hoofdstuk komt achtergrondinformatie aan de orde die van belang is om de conclusies en uitspraken van het onderzoek correct te kunnen interpreteren. Hoe ziet de achterliggende problematiek eruit, wat zijn typische kenmerken van de relatie management - eigenaar? De relatie management - eigenaar is om meerdere redenen interessant. Er zijn overeenkomsten en verschillen in belangen en doelen, er is een rolverdeling en er zijn werkafspraken en besturingsvormen. De relatie centreert zich op het dilemma risico en onzekerheid versus kans en vertrouwen. De investeerder faciliteert het management om de doelstellingen van de organisatie te realiseren. Dit in ruil voor teruggave van de investering plus een premie voor de onzekerheid en kans op een bonus, uiteraard allemaal contant gemaakt. De investeerder weegt alternatieven af en kiest voor een voor hem passende kans/risico verhouding (risk minded versus risk averse). De manager komt zijn verplichtingen jegens de aandeelhouder na en heeft zo de mogelijkheid om zijn persoonlijke en de ondernemingsdoelen te realiseren. Hij wordt gecompenseerd door een management fee of een variabele beloningsregeling. Om de onzekerheid zoveel mogelijk te reduceren is er een uitgebreide overleg- en communicatiestructuur tussen CEO of CFO, als boegbeelden van de onderneming en de eigenaren. Schandalen hebben deze relatie op scherp gezet waardoor transparantie inmiddels hoog op de agenda staat (SOX).

Governance: het agencyprobleem

De relatie eigenaar – management gaat over de scheiding tussen eigendom en macht. De eigenaar (principal) bepaalt en betaalt het management (agent) om de doelen van de organisatie te realiseren. Daarmee geeft hij iets uit handen, de operationele zeggenschap. Er is afstand,

meestal resulterend in onder andere informatieachterstand. Voor het overbruggen van die afstand is vertrouwen nodig. Vertrouwen dat het management op basis van kwalificaties, reputatie of bewezen prestaties heeft, totdat het tegendeel blijkt. De eigenaar loopt risico en is bezig dat risico te beperken. Omgekeerd heeft het management een beter beeld van het vermogen van een organisatie, maar heeft het management de eigenaar nodig om de doelen te realiseren. De eigenaar is derhalve stakeholder van de organisatie, misschien wel de voornaamste. De eigenaar is de baas en heeft de macht om te bepalen.

Controle is goed, vertrouwen is beter

Verschillen in belangen tussen eigenaar en management kunnen onderwerp zijn van heftige strijd. Verschillen in onuitgesproken belangen zijn nog veel dramatischer. Belangen zijn hier op te vatten als de optelsom van doelen en ambitie: wanneer wil men wat bereikt hebben? Winstmaximalisatie op korte termijn vergt andere aansturing dan duurzaam ondernemen vanuit een stakeholderperspectief waarin naast de eigenaar ook de medewerkers, de klant (de markt), de maatschappij of zelfs het milieu als belanghebbende worden bediend. Het vergt misschien niet alleen andere aansturing, het kan ook ander management vergen, niet iedereen is geschikt voor alle rollen.

Governance is in essentie niets anders dan de resultaten van een organisatie zo transparant mogelijk naar de stakeholders, of in elk geval de shareholders, communiceren. Hoe transparanter, hoe kleiner het agencyprobleem. Hoe transparanter, hoe kleiner het risico voor de eigenaar dat zijn geïnvesteerde kapitaal niet rendeert of zelfs achteruit loopt, er is immers de mogelijkheid het te beleggen. De precieze scheiding tussen eigendom en macht verschilt van regime tot regime. Bij private equity zit de eigenaar dicht op de bal. Er is een vertrouwensrelatie, een partnerband en in hoge mate een gemeenschappelijke doelstelling. Op z'n minst is de eventuele incongruentie ervan besproken. Bij beursgenoteerde ondernemingen echter is de scheiding groot; er is nauwelijks sprake van

"Als beursgenoteerde onderneming of met aandeelhouders van buiten de familie, is er veel minder vrijheid." Steph Feijen, bestuurslid Vebego

Vebego

Ronald Goedmakers, CEO familiebedrijf Vebego

Zorg voor voldoende externe toetsing om scherp te blijven.

Vebego ziet terug op een periode waarin geen grote risico's werden genomen en resultaatherstel voorop stond. De continuïteit van het bedrijf was in deze fase belangrijker dan grote investeringen in nieuwe diensten en markten. Hierdoor zijn enkele kansen zeker blijven liggen. Sinds 2005 is Vebego met een inhaalslag bezig.

De eigenaren vormen tevens het management (dga). Zij zijn zelfkritisch, middels een benchmark, tot de conclusie gekomen dat de concurrentie beter presteert. De

een vertrouwensrelatie of van gemeenschappelijke doelstellingen. Het management kent de eigenaar tenslotte niet of nauwelijks. Er valt in de relatie tussen eigenaar en management veel te verbeteren. Gemeenschappelijkheid of congruentie van doelen, zowel wat betreft ambitie als timing en rapporteren en monitoren zijn onderwerpen waarin geïnvesteerd moet worden.

Waardebepaling

De actuele waarde van een onderneming wordt vastgesteld door kopers en verkopers die het eens zijn over een prijs. De gepercipieerde waarde is overigens voor de verkoper lager dan voor de koper, anders zou hij niet verkopen. De koper betaalt de waarde bij koop in de verwachting dat hij bij verkoop een hogere waarde genereert; hij verwacht een betere prestatie van de organisatie. Cruijff zou zeggen: als je een doelpunt meer maakt dan de tegenstander, win je de wedstrijd. Zijn kans is zijn risico.

De belangrijkste graadmeter voor het meten van prestaties van een organisatie ten opzichte van andere organisaties, is de beurs. De waarde van een beursgenoteerd fonds representeert de prestatie(verwachting) van een organisatie ten opzichte van concurrenten. We zijn het snel eens dat deze waarde per definitie vervuild is. Hoe strak de besturing ook is, hoe transparant een organisatie ook tracht te zijn, de perceptie van aandeelhouders is altijd anders. Om die reden is de beurs een aantrekkelijke financiële markt. Een tweede effect maakt de waardebepaling nog minder reëel: speculatie (bèta). Deze factor maakt de handel tot een sport, met uitwassen als de volksgekte van eind vorige eeuw.

Velen zijn voor een andere maatstaf dan de beurs voor het meten van de bedrijfsprestaties. Olivier van Royen, oud voorzitter van de Raad van Bestuur van Hoogovens, pleit bijvoorbeeld voor een objectievere meetmethode. De vraag is of er een maatstaf haalbaar is die objectiever is en minder (bèta-)nadelen heeft en zo dus de speculatie kan beteugelen. Daarboven echter is het de vraag of we de nadelen van een systeem moeten elimineren door het systeem te vervangen of door de oorspronkelijke spel-regels van het systeem weer te activeren. Kortom, de beurs is de meest zuivere graadmeter die er is, maar de nadelen zijn

oorzaak lag in het te snel tevreden zijn met matige prestaties. En zorgvuldig omgaan met de medewerkers mag ook iets kosten. Werknemers hebben, na continuïteit en familie, de hoogste prioriteit. Vebego is actief op zoek naar externe toetsing in de relatie eigenaar-management. Voorbeelden hiervan zijn: benchmarken van resultaten, de Raad van Commissarissen, toetreding van een niet-familielid in de Raad van Bestuur.

"De werknemer is de belangrijkste stakeholder, maar zorg wel voor voldoende verandervermogen."

evident en soms groot, denk ook aan de 'internetbubbel'. Vooral omdat in de afgelopen decennia de notie dat het management de beurs moet informeren en beïnvloeden, geleid heeft tot het idee dat de beurs het belangrijkste issue is, lijkt de beurs het enige dat telt. Het management heeft niet de beurs, maar de beurs heeft het management! Optieregelingen en andere aan de beurskoers gerelateerde beloningsmodellen versterken dit fenomeen.

Daar waar er geen beurs is, is de waardebepaling (als functie van de perceptie van toekomstige prestaties) onderwerp van een veel indirectere benchmark dan de beurs: het bieden en laten tussen verkoper en geselecteerde kopers, onder invloed van professionals als accountants en merger- en acquisitionadviseurs. Ook daar is de transparantie niet optimaal en ook daar is er sprake van handel waarin perceptie en speculatie opzwepende effecten genereren tot op het niveau van 'wat de gek ervoor geeft'. Het proces verloopt echter meer gecontroleerd vanwege het feit dat de scope kleiner is, er is slechts een beperkt aantal spelers en de eigenaren zijn bepaald en bekend. Het voordeel van een bekende aandeelhouder is simpelweg dat je er beter mee kunt praten, letterlijk en figuurlijk. Als management ben je verantwoordelijk voor de continuïteit van de onderneming en daarmee voor de winst en de duurzaamheid ervan. De dialoog met de eigenaar is relevant om te weten wat zijn doelstellingen zijn (zijn die congruent met de doelstellingen van de onderneming?) en om zijn visie en mening te beïnvloeden; om ruimte te creëren voor de ontwikkeling van de organisatie (meestal groei). Het omgekeerde hiervan geldt natuurlijk ook: de eigenaar oefent meer invloed uit dan wanneer er geen contact is.

"Om blijvende groei en prestatie-verbetering ten opzichte van de markt te bereiken is een vertrouwensrelatie eigenaar–management onontbeerlijk."

Ben Noteboom, CEO Randstad Holding

Organisaties die middels private equity gefinancierd zijn of die een familie als eigenaar hebben, hebben minder last van de bètafactor. Een ander verschil is dat bij private equity en familiebedrijven de eigenaar niet alleen meer invloed uitoefent op het management, maar soms ook deel uitmaakt van dat management. Ook partnerships van adviesbureaus functioneren met een gemeenschappelijke

ITHO

Wim van den Boogerd, Directievoorzitter participatiemaatschappij ITHO

ITHO, groot in klimaatbeheersing, heeft een management buy-out gedaan nadat bleek dat de buitenlandse moeder andere prioriteiten kreeg. Het management is zelf actief op zoek gegaan naar een nieuwe eigenaar. ITHO koos voor private equity. De druk van de eigenaar is voelbaar maar challenging. PE heeft een enorme boost gegeven aan de ondernemingszin bij ITHO. Door de hoge resultaten is er ruimte voor ontwikkeling.

"Hoe beter je resultaten op de korte termijn, hoe meer ruimte er is voor realisatie van je visie van de lange termijn."

doelstelling doordat management eigenaar is en een eigenaar manager moet zijn (geen stille vennoten).

Waardebepaling is dus in essentie iets van de koper die op basis van verwachte prestatieverbetering in de bedrijfsvoering een premie (of goodwill) wil betalen voor het eigendom die lager is dan zijn vermeende winst. Dit gaat op zolang het gaat over normale bedrijfsactiviteiten. Anders wordt het als het gaat om het plunderen van het vermogen van organisaties. Veel organisaties hebben een appeltje voor de dorst in de vorm van eigen vermogen als onroerend goed of een pensioenfonds. Deze bronnen zijn gemakkelijk leeg te plunderen. Als dat het enige oogmerk van de koper is, blinkt de eigenaar niet uit in goed eigenaarschap. In geval van PCM is de schuldenlast enorm toegenomen in de periode dat Apax participeerde. Ondanks de winst, zal het voor Apax zonder twijfel moeilijker zijn mee te mogen doen in volgende biedingen.

'Trias economica'

In essentie hebben eigenaar, commissaris en manager een duidelijk andere rol, al wordt die in sommige literatuur betwist. De eigenaar investeert (geld, middelen, visie en missie), het management voert uit en de commissarissen controleren. De wettelijke kaders voor de rolverdeling van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen zijn scherp gedefinieerd in het ondernemingsrecht. Een Rijnlandse of Angelsaksische structuur maakt veel verschil, maar zolang men zich aan wettelijke- en beursregels houdt, is beide akkoord. Bovendien, een organisatie kiest feitelijk zelf; de investeerder of CEO weet tenslotte zodra hij erin stapt, waar hij aan toe is.

In de trias economica van het bedrijfsleven is de controlerende rol van de Raad van Commissarissen, als vooruitgeschoven positie voor de aandeelhouders, steeds wezenlijker.

De zuivere rolverdeling maakt dat een aandeelhouder kan kiezen zijn aandelen te houden of te verkopen en middels de Algemene Vergadering van Aandeelhouders zijn invloed kan aanwenden (agendapunten ter stemming inbrengen). Een grote investeerder kan wellicht ook, omzichtig want aan regels gebonden, via discussie met het management informatie verkrijgen.

Taros Capital

Paul Lamers,
Private equity Taros Capital

Wij investeren selectief in ondernemingen. Naast scherpe selectie op een veelheid aan criteria is het belangrijk de directie van de over te nemen partij te laten inzien dat de kans op financiële en persoonlijke groei ook risico's kent. Over het algemeen zie je dat wij minder risico's willen nemen dan de aangeboden bedrijven.

Je hebt vertrouwen nodig om vrijheid te kunnen geven. De meeste ondernemers gaan met een buy-out voor vrijheid naar private equity. Maar hoeveel échte ondernemers zijn er nu echt?

Het voordeel van private equity is eenvoudigweg het parallel lopen van belangen van aandeelhouder

Als er geen of onvoldoende vertrouwen is, kan bij meerderheid van stemmen, zelfs het management worden vervangen. De aandeelhouder kiest zelf, zijn kans is zijn risico. De belangrijkste stem die hij heeft is houden óf van de hand doen.

De essentie van dit onderscheid in rollen en posities is vergelijkbaar met de scheiding van de wetgevende- opsporende en rechtsprekende macht, de trias politica die door Thorbecke op basis van Montesquieu in Nederland is doorgevoerd. In de praktijk is deze op zich zuivere scheiding tussen eigenaar, manager en controleur aan allerlei invloeden en constructies onderhevig. Het is de vraag in hoeverre deze zaken helpen om de diverse belangen die er zijn, evenwichtig te dienen. Het gevaar dat men op elkaars stoel zit of gaat zitten is levensgroot.

"Prima dat activistische aandeelhouders onderpresterende beursfondsen het vuur na aan de schenen leggen, maar omgangsregels zijn wel op z'n plaats. Meldingsplicht verlagen van 5% naar 3%, langere termijnen van eisen, aandelen op naam en agendapunten op de aandeelhoudersvergadering inbrengen pas vanaf een 5%-belang (nu 1%)."

Bestuursadviseur en hoogleraar bedrijfsfinanciering Kees Cools.

en management. Daarom ontstaat de relatie van gecommitteerde sparringpartners. Bij eventuele problemen kijken we eerst naar de oorzaak, pas in tweede instantie naar de mensen, want daar hebben we zelf vertrouwen in uitgesproken. Het is niet anoniem meer. Belangrijkste is dat mensen hun afspraken nakomen.

"Je hebt vertrouwen nodig om vrijheid te geven."

Telegraaf Media Groep

**Jan Willem Eyssen,
COO a.i. Telegraaf
Media Groep TMG,
beursgenoteerde onderneming,
deels in handen van families en
investeringsmaatschappijen**

Verschillende soorten aandeelhouders in één onderneming, dat kan heel goed, mits hun belangen een grote mate van overlap vertonen. Juist de nuanceverschillen in benadering van het aandeelhouderschap maken dat je als bestuur extra alert bent op dat wat in en buiten de onderneming gebeurt. Het heeft ons scherper gemaakt in het vaststellen van de nieuwe koers.

2

De relatie naar boven

Resultaten verschillen

Bedrijven met een verschillende eigenaar, presteren verschillend. Hoewel de cijfers moeilijk te vergelijken zijn - er bestaat tenslotte geen uniforme maatstaf over de regimes heen - laat onderzoek zien dat er grote verschillen bestaan in bedrijfsprestaties tussen diverse eigenaarstypen. Grofweg zijn er drie soorten eigenaren te onderscheiden, in dit onderzoek 'regimes' genoemd: beursgenoteerd, familiebedrijf en private equity (kapitaal in handen van een of meer participatiemaatschappijen). Uiteraard bestaan er ook mengvormen. Verschillende soorten eigenaren hebben een verschillende ambitie en verschillend belang en dus is het handig om te weten welke soort eigenaar vanuit welke ambitie en met welk belang redeneert. Is er rendement op de korte termijn gewenst of gaat het om de continuïteit en het rendement op lange termijn?

"Als private equity er bij het faillissement van Fokker was geweest, had Fokker nog bestaan", Piet Korteweg, adviseur van Cerberus

Bij het beschouwen van de verschillen in bedrijfsprestaties speelt niet alleen het regime een rol, maar ook het bedrijfsmodel; het Rijnlandse (stakeholdermodel) en het Angelsaksische (shareholdermodel). Beide zienswijzen hebben hun waarde. Er is wellicht een conclusie te trekken in termen van goed of beter, maar die is zwaar en complex omdat te veel variabelen over een te lange periode een rol spelen. Dat levert een onmeetbaar vraagstuk op. Het is voorlalsnog niet aangetoond dat bedrijven in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten beter of slechter presteren dan bijvoorbeeld in Duitsland of Frankrijk. Ook hun positie in het maatschappelijke krachtenveld verschilt niet aantoonbaar. De bedrijfsvoering, in termen van bijvoorbeeld aandeelhoudercommunicatie en governancestructuur, is echter wel verschillend. Er bestaan verschillen in prioriteiten tussen

belanghebbenden, timing (de beschouwde horizon) en of het model al dan niet passend is in de heersende maatschappelijke cultuur.

Ook hier blijkt dat het om evenwicht en balans gaat. Kortetermijnwinst gaat wel degelijk gelijk op met de noodzaak tot langetermijninvesteringen. De organisatie opereert op een concurrerende markt en moet zowel voor nu als voor later werken. Op de korte termijn (drie jaar) zijn er, soms zelfs grote, verschillen in resultaten tussen bedrijven die opereren in de diverse regimes. Ook blijkt dat bedrijven die een switch in eigenaarschap hebben doorgemaakt een ander resultaat genereren (beide kanten op). Private equity levert een relatief hoog resultaat, vermoedelijk door de aandacht, de partnerrelatie tussen management en eigenaar, de expertise en het wederzijds commitment. Als gevolg van gemeenschappelijkheid en vertrouwen gaat er blijkbaar een andere prikkel uit van private equity dan vanuit een beursgenoteerd- of familiebedrijf. Ook kan of durft men wellicht minder populaire maatregelen te nemen. Resultaten verschillen ook binnen een regime. Zo genereren verschillende generaties familiebedrijven verschillend resultaat, ook na correctie voor marktinvloeden. En een beursgenoteerd bedrijf kan onder invloed van een andere CEO in heel ander vaarwater terecht komen.

In onderstaande figuur zijn de verschillen in resultaten weergegeven in termen van shareholder- versus stakeholdermodel en de termijn waarop de resultaten zichtbaar zijn. In een shareholdermodel is winst en waarde de hoofddoelstelling. Continuïteit is slechts van secundair belang. In de stakeholderbenadering is het doel continuïteit en zijn de kortetermijnresultaten van secundair belang.

Regime en model	Termijn waar de focus op ligt		
	Korte termijn	middellange termijn	lange termijn
Private equity (Shareholder)	X	X	
Familiebedrijf (Stakeholder)		X	X
Beursgenoteerd bedrijf (Shareholder)	X		

PCM

Theo Strengers, commissaris PCM namens Stichting Democratie en Media

PCM heeft private equity binnengehaald voor het afkopen van cumulatief preferente aandelen en heeft mede daardoor ruimere investeringsmogelijkheden. Er bleek echter al snel een groot verschil tussen de shareholderbenadering van Apax en stakeholderbenadering van de Stichting. De complementariteit van de verschillende aandeelhouders (er zijn ook wel dingen geleerd van elkaar) won het niet van het fundamentele verschil van inzicht over (investerings)beleid.

Een CEO moet zelf beoordelen en kiezen of hij past in de benadering van de eigenaren. Daarboven moet de CEO meer aan het be-

Private equity en eerstegeneratie-familiebedrijven leveren de beste resultaten

Resultaten verschillen dus. Maar wat levert nu 'de beste resultaten' en wat zijn de verschillen in resultaten tussen de drie eigenaarsvormen? Uit verschillend kwantitatief onderzoek is gebleken dat bij private equity en eerstegeneratiefamiliebedrijven de kans op hoge (financiële) resultaten op korte en middellange termijn het grootst is. Betere resultaten dus dan bij beursgenoteerde bedrijven, maar ook betere resultaten dan bij bijvoorbeeld de derdegeneratie-familiebedrijven. De oprichter-eigenaar als manager blijkt een succesfactor te zijn. Ook is in het onderzoek vastgesteld dat één aandeelhouder (ten opzichte van meerdere) op korte en middellange termijn de hoogste waarde creëert. Ook blijkt intern eigenaarschap een positief effect te hebben op de waarde van de onderneming. De verklaringen voor deze conclusies lopen uiteen. Er zijn voorbeelden waarbij het voortbestaan van het bedrijf, of in elk geval de betere prestatie, te danken is geweest aan de fondsen die het aandurfden te investeren, denk aan Maxeda (voormalig Vendex KBB), Capgemini, Leaf en NPX.

Er zijn echter ook voorbeelden, zoals bij PCM, waarbij het bedrijf er slechter uitkomt nadat een participatiemaatschappij heeft meegefinancierd.

Uit verschillende internationale onderzoeken die in het kader van het onderliggende onderzoek zijn bestudeerd, blijkt dat na een privatisering bedrijven gemiddeld genomen een stijging in hun winst laten zien. Dit is terug te voeren op én een hogere topline (omzetgroei) én een hogere bottomline (minder kosten). Ook stijgt in veel gevallen de werkgelegenheid. De NVP (Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen) heeft onderzoek gedaan naar de Nederlandse markt. Ze concludeert dat de omzet groeit van gemiddeld 5,5% in het jaar voorafgaand aan de buy-out naar gemiddeld 22,0% in het jaar daarna. Hoewel het groeicijfer daarna in het algemeen weer daalt, bedraagt de gemiddelde groei in de eerste drie jaar na de overname 13,4% en ook de winst ligt dan enkele procenten hoger

"Private equity heeft een positief effect op groei van omzet, winst en werkgelegenheid", Tjarda Molenaar, directeur Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen.

drijf denken dan aan zijn eigen belang.

"Als er geen congruentie is tussen de belangrijkste partijen (eigenaren en directie) wordt er geen waarde gecreëerd."

dan in de jaren voor de buy-out. 56% van de ondernemingen is van mening dat ze zich door de buy-out sneller heeft ontwikkeld en 20% is zelfs van mening dat zij hun huidige bestaan te danken hebben aan de buy-out waar slechts 9% het gevoel heeft dat zij sneller zouden zijn gegroeid als de buy-out niet had plaatsgevonden.

Bij alle onderzochte bedrijven blijkt het investeringsniveau flink te zijn toegenomen (trainingskosten bijvoorbeeld stijgen met gemiddeld 46%). Verder neemt in bijna tweederde van de gevallen het productaanbod toe. Aan product-en marktontwikkeling wordt sowieso hard gewerkt; een teken dat er een groot aantal strategische acties wordt ondernomen na verandering van eigenaar. Er wordt flink geïnvesteerd in nieuwe distributie, het afzetgebied wordt vergroot, maar ook bestaande locaties worden uitgebreid. Dit komt ook overeen met de perceptie dat in meer dan tweederde van de gevallen de buy-out geen negatief effect heeft op de lokale werkgelegenheid. In 54% van de gevallen stijgt zelfs het totaal aantal medewerkers. 60% van de onderzochte bedrijven concludeert tot slot dat hun winsten en omzet sneller zijn gestegen dan bij de concurrentie. En de medewerkers concluderen dat ze meer bij het bedrijf betrokken worden na de buy-out ten opzichte van ervoor.

"Dankzij de hedgefunds hebben wij het gered", Paul Hermelin, topman Capgemini

Familiebedrijven

Waarom presteren eerstegeneratiefamiliebedrijven beter dan derdegeneratiefamiliebedrijven? Uit literatuuronderzoek, maar ook uit de door het onderzoeksteam gehouden interviews, blijkt dat bij familiebedrijven geldt dat een eerste generatie vooral door ondernemerschap en het nemen van risico's het bedrijf heeft opgebouwd. Dit terwijl volgende generaties als voornaamste doelstelling het voortbestaan van het bedrijf hebben gekozen.

Risico's worden vermeden, continuïteit wordt gewaarborgd. Het zal hen niet overkomen dat de met bloed, zweet en tranen opgerichte familietrots failliet gaat. Pas bij latere generaties gaan andere krachten weer tellen. Bij familiebedrijven hoort een cyclus die maakt dat ondernemerschap en het nemen van risico's noodgedwongen terug op

Kuhne & Heitz

Maria Molenaar,
Oud bestuursvoorzitster van handelsbedrijf Kuhne & Heitz

Alleen de stakeholderbenadering genereert duurzaam waarde. Private equity is te korte termijn en te mono gericht. Er zullen steeds meer mensen in opstand komen tegen het shareholder-denken, want mensen hebben talenten die ze willen gebruiken (lees ook 'bottom of the pyramid' van Prahald).

"Ik geloof dat de nieuwere generaties veel meer stakeholder gedreven zullen zijn dan de oudere generaties."

de agenda komt. Volgens Bob de Kuyper, tiende generatie CEO van het nog steeds expanderende internationale familiebedrijf, geldt dat geduld, geloof en gedrevenheid, met oog voor persoonlijke relaties, de succesfactoren voor een familiebedrijf zijn. Blijven investeren in mensen, het management en een kritische Raad van Commissarissen is dus het devies. Ook CEO Ronald Goedmakers van Vebego geeft aan dat werknemers, na continuïteit en familie het derde belangrijkste doel zijn. Hoewel teveel aandacht daarvoor de gang er weer uit kan halen. Voorbeelden van goede controlemechanismen zijn volgens Goedmakers het verzorgen van kritische klankborden, een Raad van Commissarissen, of management van buiten de familie.

"Vebego blijft een familiebedrijf. We willen zelf blijven bepalen welke kant het met ons bedrijf op gaat. En continuïteit is daarbij het belangrijkst." Steph Feijen, bestuurslid Vebego

Vertrouwen en eensgezindheid

De belangrijkste onderdelen van succes bij private equity en familiebedrijven met de oprichter nog aan het roer, zijn vertrouwen en eensgezindheid. Doordat de manager mede-eigenaar van het bedrijf is, ontstaat er een situatie waarin minder monitoring nodig is en er dus sprake is van minder kosten en minder ruis. De managers en de eigenaren willen tenslotte hetzelfde bereiken voor de onderneming. Ook is er hierdoor vaak meer eensgezindheid over de te volgen richting en het vertrouwen naar elkaar toe blijkt in dergelijke constructies groter. Als dit vertrouwen er niet is, wordt er sneller besloten om een nieuw management samen te stellen dan bij beursgenoteerde ondernemingen, waar men langer aanmoddert. De bewegingen van eigenaren rondom ABN Amro kunnen op verschillende manieren beschouwd worden. Het is bijzonder dat een (activistische) aandeelhouder met slechts anderhalf procent van de aandelen via de aandeelhoudersvergadering en publiciteit een beweging in gang kan zetten die leidt tot het verkopen van de aandelen aan een ander(e) bank(consortium). Echter, als er geen vertrouwen is, wat gebeurt er dan? De zeven jaren van Rijkman Groenink hebben ten opzichte van concurrenten als ING een te lage groei laten zien. Ontbrak het aan visie, durf,

Nederland vreest kaalvreetgedrag van bedrijvenopkopers. In België overwon succes de eerdere scepsis.

Indivers

Een financier met een lange adem kan er veel meer uithalen.

Bert Twaalfhoven, Oud directeur en grootaandeelhouder van conglomeraat Indivers

Private equity moet naast geld ook kennis binnen brengen. In Nederland wordt het ondernemerschap wel beter, maar we lopen achter bij Europa, we willen zekerheid en niet graag delen.

"Het gaat niet om wat je weet, maar wie je kent!"

een gemeenschappelijke strategie? Hoe dan ook; er is onvoldoende vertrouwen en dus is het voorstelbaar dat eigenaren zich gaan roeren.

In het geval van een management buy-out met private equity gaat het management vaak financiële risico's aan. In het geval van het opstarten van een onderneming is ook vaak eigen financiering nodig. Deze financiële druk geeft een besef van urgentie bij de directie en dat zorgt voor actie. Daarbij komt dat er een grote mate van eensgezindheid aanwezig is; anders zou een manager er niet voor kiezen de financiële last te dragen.

Paradoxaal vraagt een situatie waarin de eensgezindheid in het geding kan komen, om meer vertrouwen. Een voorbeeld om dit te illustreren. Een oprichter van een telecom handelsfirma staat op het punt zijn eigendom te verkopen aan een concurrent, in ruil voor vijftig procent van de aandelen van de gefuseerde onderneming. Deze rasondernemer heeft daar moeite mee. Hij was decennia lang 'in control' en ervoer als directeur groot aandeelhouder een hoge mate van congruentie tussen de doelen van de aandeelhouder en het management; dat was hij tenslotte zelf. Nu moet hij loslaten en vertrouwen proberen te krijgen in een ander management. Bij private equity is er het voordeel van het actieve eigenaarschap. Private equity heeft niet alleen een rol in het monitoren van de processen en de resultaten, maar weet ook welke expertise nodig is en waar deze te halen is in het geval van problemen of uitdagingen

Het succes ligt in de relatie

Het verschil tussen een succesverhaal en een horrorfilm zit hem in de relatie tussen de eigenaar en het management. In Nederland, waar we ons zowel letterlijk als figuurlijk op de scheidingslijn tussen het Rijnlandse en Angelsaksische model bevinden, wordt de relatie nog veelal als een gegeven beschouwd. Een eigenaar kan tussen bedrijven switchen door zijn aandelen te verkopen, maar als management is het moeilijker om met de onderneming van eigenaar te wisselen. Het management kan echter wel voor een bepaalde interactie kiezen. Sterker nog, het is de taak en verantwoordelijkheid van het management om de koers te bepalen en dus om te bepalen hoe de

De Kuyper

Bob de Kuyper,
CEO familiebedrijf De Kuyper

Als tiende generatie aan de top van een expanderend en geïnternationaliseerd familiebedrijf, is voor Bob de Kuyper de kracht van het familiebedrijf wel duidelijk:

1. **een historisch anker met waarden;**
2. **de moed om te wenden;**
3. **betrokkenheid.**

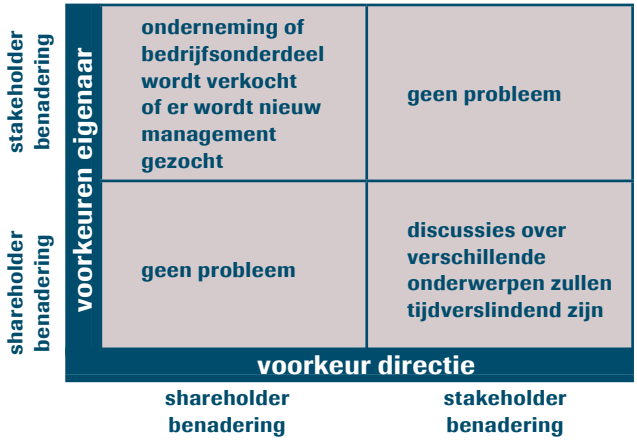
De Kuyper heeft zich gefocust op likeur en heeft zich daarin ontwikkeld als een wereldwijde speler. De kerncompetentie is exporteren en internationale distributie, dat zit in de vingertoppen. Het doel is continuïteit met een redelijk rendement. Dat kan alleen als het managementteam ook stakeholder is, de manage-

relatie met de eigenaar precies wordt vormgegeven. Porsche-baas Wiedeking bijvoorbeeld, aanvaardde een stevige opdracht, maar weigerde om kwartaalcijfers te publiceren. Volgens hem moeten managers zich richten op de volgende generatie en niet op de ontwikkelingen van de beurskoers. Het management heeft de plicht de eigenaren actief te managen. Dat kan bijvoorbeeld betekenen dat de CEO op zoek moet gaan naar een eigenaar die meer stakeholdergedreven is en de financiële waarde van de onderneming op de lange termijn inziet én de huidige eigenaar kan betalen.

"De kwartaalfetisj van het Angelsaksische model leidt met massaontslagen en recordwinsten tot bange en stuurloze mensen."
Wendelin Wiedeking, CEO Porsche

Naarmate er gemeenschappelijkheid is in de doelen en belangen van eigenaar en management, worden deze doelen beter gerealiseerd. Bovendien geldt dat als er tussen eigenaar en management wederzijds vertrouwen is (als gevolg van een goede dialoog of partnership) de doelen beter gehaald worden. De zorg voor de relatie met de eigenaar ligt bij de CEO.

Het is interessant om te zien hoe het fout kan gaan als er discrepantie bestaat tussen wat de eigenaar en wat de manager wil. Zo zullen er in het geval dat de eigenaar de shareholderbenadering heeft en het zittend management de stakeholderbenadering, regelmatig verschillen van inzicht ontstaan. Dit leidt vervolgens, vooral als de financiele resultaten tegenvallen, tot flinke discussies, waarbij de oorzaak van deze discussies vaak wordt weg gelaten. Het gevolg van de discussie is een lagere performance.



mentstijl kansgedreven is en ook op benodigde bijbehorende competenties gestuurd wordt. Blijven investeren in mensen is dus het devies, als onderdeel van een stakeholderbenadering. Dat betekent overigens niet dat per se een familielid aan de top moet staan. Het management is goed geselecteerd (per fase), gecontroleerd en uitgedaagd. Andere controlemechanismen zijn een Raad van Commissarissen (met externen) die de CEO moet kunnen ontslaan (in feite structuurregime) en dat kritiek volop georganiseerd moet worden.

De branche kent veel familiebedrijven. Volgens Bob is er echter niet maar één systeem geschikt om dit type bedrijf te runnen. Ook vanuit private equity werkt men met kwalitatief goede mensen die geloof in hen uitstralen.

Duurzaam presteren gaat om geduld, geloof en gedrevenheid, met oog voor persoonlijke relaties.

In de figuur is zichtbaar welke situatie ontstaat bij een verschil in benadering tussen de eigenaar en het zittend management.

"Private Equity is de katalysator van versnelde groei", rapport Ernst & Young

De verschillen in kortetermijnresultaten tussen regimes bieden de onderneming (de CEO) de kans bij de juiste fase de juiste eigenaar te zoeken. Hoewel dit een theoretische optie lijkt, bewijzen de vele delistings en management buy-outs dat de beurs niet de juiste omgeving is om een onderneming verder op te laten groeien. Participatiemaatschappijen of familiekapitaal leveren vaak meer armslag, tegen minder noodzaak tot rapporteren en minder lastige analisten.

Uit de in het onderzoek gehouden interviews bleek dat het op zoek gaan naar een nieuwe eigenaar een oplossing is die niet vaak wordt bekeken, zeker niet actief van de kant van het management. De uitzonderingen lijken de management buy-outs, alleen daar gebeurt het niet altijd vanwege een verschil in benadering, maar meestal om een verschil in verwachte waarde van het bedrijf(sonderdeel). Management buy-outs komen veel voor en zijn grotendeels succesvol. Participatiemaatschappijen financieren graag het management met kennis van zaken en gezond ondernemerschap vooral als dat de bereidheid heeft zelf mee te financieren. Hieruit blijkt een commitment tot groei, de eigenaar en het management hebben een gemeenschappelijke doelstelling.

De situatie bepaalt de eigenaarsvorm

Afhankelijk van de fase waarin een onderneming zit of eigenlijk de ontwikkeling die het meest gewenst is voor de komende tijd, kan de juiste eigenaar of eigenaarsvorm de gewenste kortetermijnprikkel verzorgen. Zo zijn er verschillende situaties te benoemen waarin of het familiebedrijf, of private equity of de beursgenoteerde eigenaarsvorm het beste tot zijn recht komt.

Ruud van Sondag, directievoorzitter van AVR Van Gansewinkel kan zich door de betrokkenheid van durfkapitalisten CVC en KKR mengen in de Europese consolidatieslag van afvalreuzen. Er waren zeventien biedende partijen, hetgeen bewijst dat dit een markt is.

LogicaCMG

Cor Stutterheim
Non executive chairman
LogicaCMG

In een corporate omgeving staan de aandeelhouders toch een beetje aan de zijlijn. Als je de aandeelhouders informeert en zorgt voor een prestatie boven plan, heb je niet zoveel last van de aandeelhouders. De accountants zijn misschien nog wel belangrijker, daar zij toch het resultaat bepalen. De daily business zijn je mensen. Draag de cultuur uit, tot indoctrinatie (herhalen, herhalen) aan toe.

Managers van beursgenoteerde bedrijven zijn geen ondernemers (dan waren ze al weg gegaan om iets te ondernemen met 'eigen risico'). Door de vele speculatieve handelaren wordt er op de beurs

Uit het eerder genoemde onderzoek van de NVP blijkt dat 60% van de onderzochte bedrijven concludeert dat na de overname hun winsten en omzet sneller stegen dan bij de concurrentie. De andere kant van de medaille is echter dat de schuldpositie van de onderneming vaak onder druk komt te staan. Sommige investeerders laten de schulden ten laste komen van de onderneming. Dan krijgen de solvabiliteit en liquiditeit een knauw. Bij de beursgang van Wavin was dit bijvoorbeeld het geval.

De publieke opinie is fel gekant tegen deze gang van zaken. Voor zover het geen roofbouw op het eigen vermogen is, is er echter wel nuance aan te brengen in deze felheid. In de eerste plaats is de koper ook niet gek en in de tweede plaats zijn er goede benchmarks voor de genoemde ratio's. Met de huidige transparantie mag je ervan uitgaan dat vriend en vijand dus weten hoe de vlag ervoor staat.

Er zijn dus genoeg argumenten om bewust bezig te zijn met welke eigenaarsvorm wanneer het meest geschikt is. In het overzicht op de volgende pagina staat een aantal situaties genoemd waarin een bepaald regime de voorkeur geniet vanuit de wetenschap dat er kortetermijnverschillen zijn in performance. Veel groeimogelijkheden die gepaard gaan met grote investeringen vergen bijvoorbeeld een beursgang. Een redelijk lopend bedrijfsonderdeel waar nauwelijks meer in geïnvesteerd wordt, is heel aantrekkelijk voor private equity. Onder druk van een activistische aandeelhouder kan er, mits er gemeenschappelijkheid bestaat tussen eigenaar en (eventueel nieuw) management, een goed rendement worden behaald. Het starten van een nieuw bedrijf of een sterk stakeholdergedreven benadering, passen het beste bij een familiebedrijf.

Als je gewoon goed presteert heb je geen last van hedgefondsen of andere invloedrijke, speculatief en opportunistisch ingestelde partijen die uit zijn op enkel korte termijn winsten.

meer gereageerd op de korte termijn dan op de lange termijn. Ergo, pas als je als onderneming voor de korte termijn goed zit, kom je toe aan de lange termijn.

Bonussen maken niet dat we harder gaan werken, wel doet het ons vergelijken en maakt het mensen hebberig.

situatie	regime	argumentatie
hoge groei-mogelijkheden (met hoge benodigde investeringen)	beurs genoteerd (IPO)	management zou mede eigenaar moeten blijven na de IPO
geen grote investeringen meer mogelijk ('cash cow')	PE	een betere performance is mogelijk en het management wordt weer gemotiveerd
consistent resultaat en geen volatiliteit of externe invloeden, bij een beurs genoteerd bedrijf	PE	agency probleem oplossen en gevoel van urgentie en betrokkenheid laten ontstaan
familiebedrijf (niet teveel stakeholder gedreven) met onder gemiddelde performance	PE partij als een tweede eigenaar	gevoel van urgentie ontstaat en de organisatie wordt wakker geschud
starten van een onderneming	familie	te klein voor de beurs en hoge ondernemingszin
sterk stakeholder gedreven	familie of beurs genoteerd	private equity houdt minder rekening met alle stakeholders

"Investeerdersactiviteiten zijn er vooral omdat Nederlandse beursvenootschappen op de beurs te laag gewaardeerd worden. Hedgefondsen zien daar kansen in. Dat kan zijn: snel geld verdienen. Maar er kan ook veel goeds uitkomen. Bij mediabedrijf VNU heeft private equity een grote rol gespeeld door een megalomane overname in de VS tegen te houden."

Peter Paul de Vries, directeur Vereniging van Effectenbezitters

Delft Instruments

CEO Bert de Groot
voormalig beursgenoteerd, inmiddels private equity eigenaar

De kwaliteit van het management bepaalt het resultaat, ongeacht het regime.

Delft Instruments is van de beurs gegaan ('delisted') in 2004 en gekocht door Alpinvest (89%) en management (11%). Een goed motief om te delisten was er zowel voor aandeelhouders (premie op de beurskoers) als directie (ruimte, flexibiliteit, armslag voor geld, eenvoudiger control proces, minder verplichtingen en storingen naar de pers en benutten van expertise en netwerkpartners). Door als management een aandeel te nemen, toont het aan dat er winst in het commitment zit. Er is niets wezenlijks veranderd,

Conclusies over de relatie met de eigenaar

Er bestaan dus, voor de korte termijn, verschillen in bedrijfsresultaten tussen de drie onderzochte regimes. De eigenaar is de baas, dat is waar, maar het management kan invloed uitoefenen op wie zijn eigenaar of type eigenaar is en zo prikkels creëren die zeker op de korte termijn effect hebben. Ben Noteboom (CEO Randstad Holding) zegt daarover dat een langetermijnvisie prima uit te leggen is aan de aandeelhouder. Zorg dat je transparant bent en duidelijk kan maken aan de aandeelhouder wat hij kan verwachten, dat is de rol van de CEO.

We moeten onderkennen dat de doelen van een eigenaar anders kunnen zijn dan de doelen van (het management van) een organisatie. Het management van een organisatie is er voor de onderneming. Het doel is continuïteit met winst als middel. Als dat bereikt wordt, dan wordt de rest van de energie aan de andere stakeholders gespendeerd (waarbij de managers ook als stakeholder worden beschouwd).

Op de korte termijn differentiëren de prestaties van een organisatie dus op basis van de (soort) eigenaar. Op de lange termijn echter zijn er geen aantoonbare verschillen tussen de drie beschouwde regimes. Het is natuurlijk zo dat een grote prestatieverbetering op de korte termijn invloed heeft op de lange termijn, al was het alleen maar door de cumulatieve winst. Er zijn evenwel andere concurrentiefactoren die een aantoonbare en grotere invloed hebben op de winstgevendheid van de onderneming. De vraag welke factoren op de lange termijn differentiëren, wordt beantwoord in het volgende hoofdstuk.

maar het werkt een stuk beter. Er is veel betere alignment en vertrouwen tussen eigenaar en directie. De investeringshorizon is langer dan vroeger en er is betere afstemming over (afweging tussen korte termijn en lange termijn) investeringen. De relatie management – eigenaar is een partnership geworden.

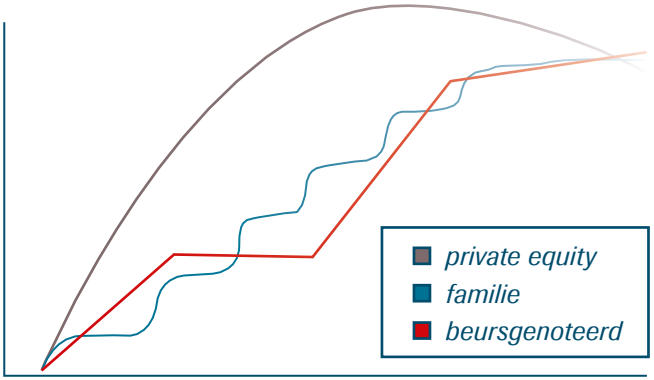
Er is vanuit de directie gezien geen bewuste keuze voor het soort eigenaar geweest. Toen de mogelijkheid zich voordeed waren de voordelen echter meteen evident. De concurrentie tussen de diverse private-equitypartijen is hoog (er is veel geld in de markt), dus dan kan je stem als management doorslaggevend zijn. De deal is niet alleen tussen (een paar) grootaandeelhouders en de nieuwe private-equitypartij. De deal is ook met het zittende management en de vele kleine aandeelhouders.

"Laat de PE-eigenaar nooit het management doen! Blijf zelf op die stoel zitten. Ieder z'n vak."

De relatie naar beneden

Resultaten verschillen

Zoals uit de voorgaande hoofdstukken blijkt, worden de prestaties van een organisatie op de korte termijn sterk beïnvloed door het type eigenaar. Er blijkt een prikkel te bestaan voor de korte termijn, die ontstaat door gemeenschappelijkheid tussen het management en de eigenaar. Eigenaarschap differentieert de resultaten van organisaties op de langere termijn echter niet, zoals geïllustreerd in de figuur. Er bestaat op termijn geen aantoonbaar verschil meer in de resultaten als gevolg van het regime. Andere, belangrijkere factoren beïnvloeden de ondernemingsresultaten wél aantoonbaar. Uit dit onderzoek, maar ook uit internationale onderzoeken als van Jim Collins, blijkt dat prestaties en resultaten differentiëren door concurrentiefactoren als leiderschap, kwaliteit van het management, visie en executie. Dit duidt er op dat voor het lange-termijnresultaat alle stakeholders van belang zijn. Daarbij geldt, dat er een passende aandeelhouder is per ontwikkelingsfase van de onderneming. Hoe dan ook, de kwaliteit van het management in brede zin, blijkt belangrijker te zijn dan wie de eigenaar is. Andere factoren bepalen de prestatie van een organistatie op lange termijn veel meer dan de (relatie met de) eigenaar. Wat zijn nu deze andere factoren? En hoe kunnen deze factoren optimaal worden ingezet?



Schematische weergave waardecreatie in de tijd

Kwaliteit van het management als differentiërende factor

Uit dit onderzoek, maar ook uit internationale onderzoeken als van Jim Collins, komt als belangrijkste differentiërende factor voor duurzame resultaten de kwaliteit van het management naar voren. Denk aan een gemeenschappelijke visie, het binden en boeien van competente mensen met een hoge moraal en waarde, innovatieve kracht in een volwassen context, efficiënte processen door discipline en een hoog verandervermogen.

NRC kopt "Visie gezocht, liefst oranje" 28 april 2007

De kwaliteit van het management is onder andere af te lezen aan de mate waarin het management een gemeenschappelijke visie heeft en deze weet uit te dragen. Als we hier bijvoorbeeld kijken naar de ABN Amro de afgelopen jaren lijkt het er niet op dat er sprake was van één strategische visie, noch dat die gemeenschappelijk was. De recente overnameontwikkelingen zijn in die zin weinig verrassend. Toch zijn er genoeg voorbeelden van organisaties die decennia achtereen een goede visie goed executeren, zoals Ikea, Nokia, en GE.

Het hebben en uitdragen van een gemeenschappelijke visie is niet iets eenmaligs, iets dat een team met elkaar vaststelt en dat daarna ongewijzigd moet blijven. De gemeenschappelijkheid van een visie moet bewaakt worden door er bewust mee bezig te zijn en er regelmatig kritisch met elkaar naar te kijken. Het is een proces waarin een groep complementaire directieleden zichzelf als team bewijst. Of zoals Maarten Hulshof, CEO van Rodamco het uitdrukt: "Nobody is perfect, but a team can be". Het is een proces van een groot deel van de organisatie, niet van de Raad van Bestuur of directie alleen. In het boek 'Wie is de baas', van Bello, de Bruin en Janssen Groesbeek wordt de hiervoor onmisbare authentieke en bezielende leider die dit proces aankan, uitgedaagd naar zichzelf te kijken. Laat duidelijk zijn, dat dit een proces van jaren, zo niet decennia is.

"Dat ABN Amro in buitenlandse handen komt, is de consequentie van hun eigen beleid." Kees Koedijk, hoogleraar financieel management

Vooral in een volwassen branche is het duidelijk dat veel bedrijven de neiging hebben te denken dat de visie die

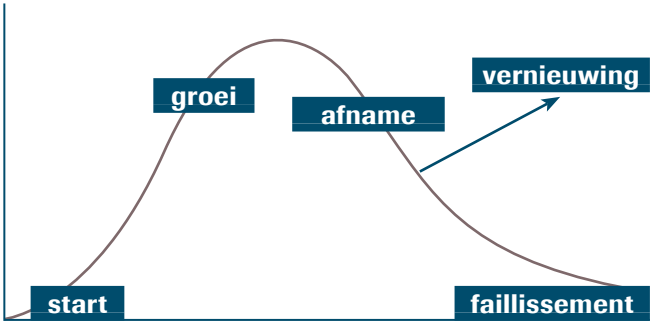
Euromate B.V.

E.M.M. de Haan,
CEO Euromate B.V
private equity

Het gaat bij prestaties neerzetten om snelheid en urgentie. Dankzij de inbreng van private equity is er een gevoel van urgentie ontstaan dat automatisch de cultuur mee doet veranderen. Met een op elkaar ingespeeld managementteam en een richtinggevende leider, is er slagvaardigheid in het bedrijf gebakken. Iedereen kent richting en route en weet waar de organisatie naartoe wil.

In de branche zijn veel familiebedrijven, met een iets lagere sence of urgency. Mede daardoor ontstaan er mogelijkheden voor overnames en uitbreiding. Het gaat mis als directie en het management de kwaliteit

ze al jaren vastgesteld hebben nog steeds de enige juiste is. De context blijft echter maar veranderen. De manier waarop de organisatie anticipeert of reageert op de dynamiek en volwassenheid van een branche, is ook een bepalende concurrentiefactor.



Figuur: Levenscyclus van een branche/ onderneming

Het verleden heeft uitgewezen dat de dynamiek van een branche toch meer beïnvloedbaar is dan die in eerste instantie lijkt. Zo was de vliegtuigbranche jarenlang een branche waarin zich weinig veranderingen voordeden.

De vliegtuigbranche werd als volwassen beschouwd, met een aantal grote spelers die in evenwicht waren. De focus lag op product leaderschip en de prijs was ondergeschikt. Nog meer beenruimte, nog comfortabelere stoelen, dat waren de concurrentiefactoren totdat Easy Jet wist door te dringen met een volledige andere strategie. Easy Jet merkte al snel dat het onbegonnen werk was om de gevestigde partijen te beconcurreren op het gebied van product leaderschip. In plaats daarvan koos Easy Jet voor het goedkoper maken van vluchten door operational excellence. Daardoor liepen niet alleen passagiers over, ook werden nieuwe klanten aangetrokken; een nieuw segment werd aangeboord.

Dit voorbeeld laat zien dat zelfs in een moeilijke omgeving (volwassen branche, weinig concurrentie) de kwaliteit van het management het verschil kan maken. De ruimte voor een dergelijke strategie zien en de durf hebben om ervoor te kiezen, staat of valt met de kwaliteit van het management.

niet heeft of als er geen commitment is. Resultaat hangt niet af van de eigenaar, maar of het management urgentie kan creëren en vasthouden.

"Private equity heeft voor urgentie gezorgd die de tent in beweging heeft gezet."

"Het gaat niet om zelf scoren. Er is onderzoek gedaan naar bedrijven die meer dan honderd jaar bestaan. Die hebben veel maatschappelijke waarde gecreëerd door het werk dat ze verschaffen, de betaalde belasting en de rol die ze in de samenleving spelen."

Peter Elverding, scheidend bestuursvoorzitter DSM

Concurrentiekracht bestaat ook uit het werkgeverschap: een aantrekkelijke werkgever zijn, met goede klantprestaties, en een hoog verandervermogen. Ook dat is gemakkelijker gezegd dan gedaan, en eerder een zaak van jaren dan van maanden. Want hoe zorg je voor 'a good company'. Dat doe je door te zorgen voor de relaties met alle belanghebbenden, de klant, de omgeving, het milieu, maar ook de werknemer en de eigenaar. Of zoals Bob de Kuyper, CEO van de Kuyper het verwoordt: duurzaam presteren gaat om geduld, geloof en gedrevenheid, met oog voor persoonlijke relaties. Het vraagt om klantgericht, interdisciplinair veranderen, betekenisvol werk en resultaatgerichtheid. De klant voorop.

Ook Porsche-baas Wendelin Wiedeking is ervan overtuigd dat aandacht voor één groep belanghebbenden een organisatie niet verder brengt. Voor hem komt de klant op de eerste plaats, om te vervolgen met de werknemers en de partners als toeleveranciers. De aandeelhouder komt volgens hem pas op de vierde plaats. Dit blijkt ook uit de aanhoudende weigering van Porsche om kwartaalcijfers te publiceren. Topmannen, aldus Wiedeking, moeten zich vooral richten op wat op de lange termijn goed is voor het bedrijf. Wiedeking pleit verder voor een eerlijke manier van zakendoen, met ondernemers die actief bijdragen aan de opbouw van de samenleving, bijvoorbeeld door het scheppen van werkgelegenheid.

Niet alleen het scheppen van werkgelegenheid is belangrijk, ook de invulling van deze werkgelegenheid bepaalt in hoge mate het succes van een organisatie. Jim Collins heeft een selectie gemaakt van succesvolle organisaties; organisaties die er in zijn geslaagd gedurende een langere periode (15 jaar) sterk boven de markt te presteren, daarmee gemiddeld zeven maal meer aandeelhouderswaarde creërend. Zie ook de grafiek op de volgende pagina.

"Maxeda stelt dat de hoogste prijs niet voorop staat. De nieuwe eigenaar moet de strategie van de Hema onderschrijven en de overname moet ook goed zijn voor personeel en klanten." Het Financieele Dagblad, 11 mei 2007

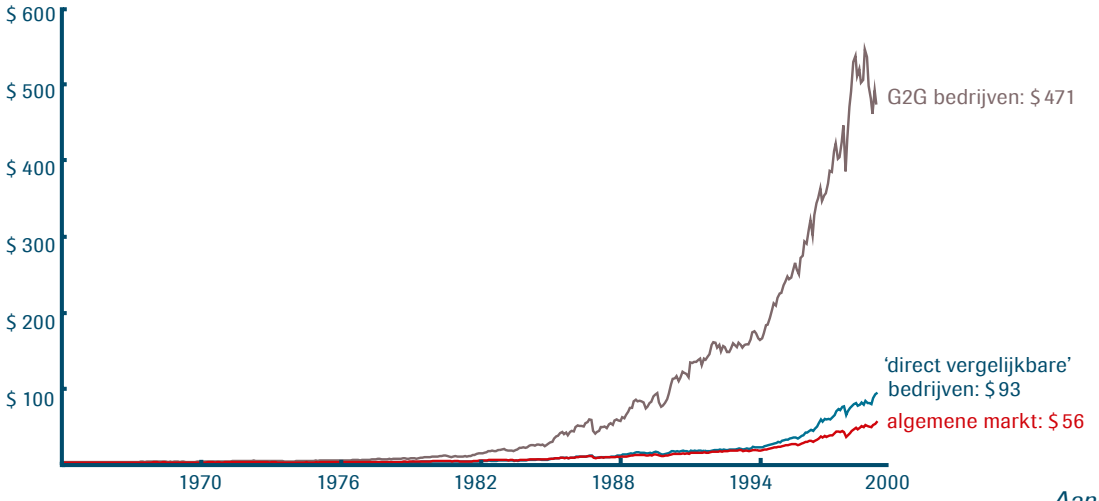
Randstad Holding

Ben Noteboom,
CEO Randstad Holding

"Een andere eigenaar zou weinig veranderen."

Alleen een stakeholderbenadering kan duurzaam resultaat opleveren. Om blijvende groei en prestatieverbetering ten opzichte van de markt te bereiken is een vertrouwensrelatie eigenaar – management onontbeerlijk. Fouten en succes liggen dichtbij elkaar en zonder vertrouwensrelatie kan niet worden gewacht op succes. In dat verband spelen zaken als tweerichtingsverkeer, uiterste houdbaarheidsdatum topman en gemeenschappelijke visie met een bestendige lijn een belangrijke rol.

Het te organiseren kritisch vermogen van bijvoorbeeld een Raad van Commissarissen is onont-



totale aandelenopbrengst bij 1 geïnvesteerde dollar, 1965-2000

Volgens Collins onderscheiden deze succesvolle organisaties zich van minder succesvolle organisaties onder meer door de prioriteit te leggen bij het vinden van de juiste mensen. Het aantrekken en behouden van een goed team biedt een aantal belangrijke voorwaarden voor succes. Het vergroot de flexibiliteit van de organisatie, waardoor de organisatie zich weet aan te passen aan onvoorziene veranderingen. En managers besteden minder tijd aan het motiveren en managen van medewerkers. Het gaat dus om het vinden van de juiste mensen en daarna om het investeren in deze medewerkers, om ze te blijven binden en boeien. Weet het management de

Aandeelhouders met enkel een financiële doelstelling corrumperen de basisfunctie van een bedrijf, duurzame levering van producten en diensten.

Peter Blom, directievoorzitter Triodos Bank

beerlijk. Ook zijn intern de checks en balances op orde, alsmede een goed budget-bonus systeem met kwantitatieve én kwalitatieve criteria. Immers de metertjes moeten de waarden van het bedrijf respecteren. Verder is de CEO geen halfgod, maar hooguit een spil in het team. Een langetermijnvisie is prima uit te leggen aan de aandeelhouder, net zo als kwartaalcijfers prima passen bij het tonen van langetermijncijfers. Maar Randstad bevindt zich daarboven in de prettige positie dat er dankzij de visie en het geduld van oprichter en grootaandeelhouder Goldschmeding ruimte is voor planmatige executie van een langetermijnvisie.

"Als je één fout minder maakt dan de concurrent heb je succes."

medewerkers scherp te houden en ze verder te laten groeien (persoonlijke en professionele ontwikkeling)? Kunnen de medewerkers betekenisvol werk verrichten, voelen ze zich gewaardeerd, is er een cultuur waarin men met respect en waardering met elkaar omgaat? Het belang hiervan wordt nog eens benadrukt door Collins onderzoeksresultaat dat bij bijna alle succesvolle organisaties de CEO uit de eigen organisatie kwam.

Nog een variabele die zich weerspiegelt in de kwaliteit van het management. Investeren in onderzoek en milieu, relatiemanagement ten aanzien van de producten en de omgeving, blijkt essentieel. Bedrijven kunnen bijvoorbeeld investeren in duurzame installaties, maar ze kunnen ook kijken naar creatieve verbetervoorstellen voor de procesvoering. Dit levert niet alleen directe milieuvoordelen op, maar ook economische waarde door een verbeterde procesvoering en een beter imago. Peter Blom, directievoorzitter Triodos Bank stelt dat dit, de duurzame levering van producten en diensten, immers de basisfunctie is van een bedrijf. Deze visie dicteert zijn mening over aandeelhouders. Het is in zijn ogen of het één of het ander; of de aandeelhouder stapt met een visie een bedrijf binnen en moet er dan als mede-eigenaar voor willen zorgen dat de onderneming ook op de lange termijn gezond blijft. Of hij stapt er alleen in met een financieel perspectief voor de korte termijn, dan is dat ook prima, maar dan moet deze aandeelhouder de strategische doelen van een onderneming ongemoeid laten.

De meeste besluiten zijn geen rationele beslissingen. Ze worden door de ratio gevoed, maar uiteindelijk wint het buikgevoel. Daarom moet je ook geen almachtige CEO hebben, zijn buikgevoel is niet per se het beste. In de Raad van Bestuur wordt dat buikgevoel geobjectiveerd

Peter Elverding, scheidend bestuursvoorzitter DSM

Alleen als aandacht wordt besteed aan ratio én emotie in een organisatie dan kan de organisatie duurzaam succesvol zijn. Het gaat (zowel bij het dagelijkse werk als bij verandertrajecten) om de rationele afspraken als structuur, besturing, processen en procedures, maar ook om de emotionele (rode) achterliggende waarden, principes, kwaliteiten en bedoelingen. In de door de respondenten genoemde succesfactor, kwaliteit van het management om 'te zorgen voor', is mogelijk een

TomTom

Taco Titulaer,
TomTom (beursgenoteerd)

TomTom wilde door een beursgang vertouwen en continuïteit uitstralen wat belangrijk is om geschikt personeel aan te trekken. Het aantal personeelsleden is sinds de beursgang meer dan verdrievoudigd. Per saldo waren er vier redenen voor een beursnotering:

1. **diversificatie vermogen oprichters;**
2. **aantrekken van nieuw kapitaal;**
3. **naamsbekendheid richting leveranciers;**
4. **naamsbekendheid richting toekomstig personeel.**

voorkeur voor de Rijnlandse belanghebbendenvariant te bespeuren boven het Angelsakische aandeelhoudersbedrijf. Dit laatste model stelt immers het directe kortetermijnbelang van de kapitaalverschaffer centraal, terwijl er in het Rijnlandse model rekening wordt gehouden met het personeel, de samenleving en ook het milieu. Arjen van Witteloostuijn, hoogleraar economie en management aan de Universiteit van Antwerpen, verwerpt dit Angelsaksische model. Hij noemt het een virus waar ook institutionele beleggers als pensioenfondsen, die de langetermijnpensioenbelangen van werknemers beheren, voor gaan. Het kortetermijnrendementsspel waarin bedrijven zonder aanziens des strategie worden gewogen. Activiteiten waarbij de geldmarkt dicteert.

Het is duidelijk, er zijn veel concurrentiefactoren belangrijker dan het soort eigenaar. De relatie met de eigenaar is bepalend, zeker, maar toch slechts een noodzakelijke voorwaarde. De CEO en z'n team moeten daarbinnen de diverse andere factoren (werkgeverschap, innovatiekracht, verandervermogen, relatie met de omgeving) in balans aansturen.

KPN

Alex de Groot
Beursgenoteerd KPN

Staatsbedrijf PPT Post transformeerde tot een gesplitst, beursgenoteerd KPN, met een totaal andere bedrijfsvoering. De grootste invloed op bedrijfsvoering en resultaat is evenwel afkomstig van de liberalisering van de markt en de enorme technologische vernieuwing.

Het gaat ultimo om het moeilijk meetbare 'waardecreatie'. Daarin is het geen 'of-of', het is een 'en-en'. Elke weldenkende shareholder begrijpt dat hij niet shareholder kan blijven als hij niet ook de andere stakeholders beloont.

lees verder op pagina 48 »

Balans tussen boven en onder

Wat zijn de consequenties van het onderzoek dat we in dit boekje besproken hebben? In dit hoofdstuk een aantal nadere gevolgtrekkingen, een extra stap na het onderzoek met conclusies die betrekking hebben op dat wat in de voorgaande hoofdstukken gepresenteerd is. In het kort: zorg dat er een goede balans is tussen de aandacht en investeringen naar boven (richting de eigenaar) én naar beneden: richting de organisatie en de omgeving.

Marktmeester en keurmeester. Vindingen uit de gouden eeuw van het oer-Hollandse ondernemen. Die machtsverschillen creëren dynamiek, maar door te grote verschillen ontstaat chaos. Als de macht van de aandeelhouders en management samen gaan, is het wankele evenwicht weg. Wie de chaos rond ABN Amro aanschouwt, kan geen andere conclusie trekken. Hier is het evenwicht zoek, al heeft dit incident ongetwijfeld een reinigende werking. Harry Starren in Dagblad De Pers.

Zorg dus voor goede relaties met alle belanghebbenden, lijkt het devies, ook voor die relaties die geen directe invloed hebben op de winst. Hoewel de eigenaar de baas is, is het nodig deze eigenaar zodanig te beïnvloeden dat andere belangen zoals het milieu en de medewerkers niet in de knel komen. Het gaat om twee dingen, waar de CEO de spil in is:

1) zorg voor 'good company', goed gezelschap in de zin van de juiste eigenaar(soort) voor de organisatie op het juiste moment. Zorg voor een eigen visie, agenda en ruimte om tot prestaties te komen. Doe dat door scherp aan de wind te varen, de rug recht te houden en open en transparant (governance) te opereren.
2) zorg voor 'a good company', een goede organisatie in de zin van een aantrekkelijke werkgever, goede klantprestaties, het verhogen van het verandervermogen en het tonen van visie en leiderschap. Dat biedt een veel grotere voorspellende waarde voor prestaties dan het regime waarin de onderneming zich bevindt.

Goede prestaties worden bovenal afgedwongen door concurrentiefactoren als de kwaliteit van het management. De gemeenschappelijkheid en het vertrouwen tussen de

eigenaar en het management is daarna de grootste voorspeller van waardecreatie. De CEO heeft in die zin, samen met de Raad van Commissarissen, z'n handen vol aan 'building (a) good company'. De juiste eigenaar op het juiste moment kan vooral op de korte termijn een prikkel geven die relatief snelle en hoge waarde creëert. Private equity is daarvan een succesvol voorbeeld. Op lange termijn zijn andere concurrentiefactoren echter maatgevender; ongeacht de soort eigenaar presteert een onderneming beter of slechter dan z'n concurrent.

"KKR ziet Maxeda als langetermijninvestering. We gaan verder dan alleen kostenbesparingen." Tony DeNunzio, bestuursvoorzitter Maxeda.

Het gaat 'in (a) good company' over het passend maken van doelen en belangen van eigenaren met die van het management, over congruentie in de Raad van Bestuur, over connectie en verbinding met de ondernemingsraad, over de aandacht vanuit het management voor de medewerkers, maar ook om de aandacht die de organisatie steekt in de klant en haar omgeving. Als je dat goed doet, blijkt dat het nauwelijks uitmaakt wie de eigenaar is. Ben Noteboom (CEO Randstad): 'een andere eigenaar zal weinig verschil maken'. Als relatiemanagement de aandacht krijgt die het verdient, kan in elk regime en met elke eigenaar resultaat worden geboekt. 'A good company' besturen maakt dat 'good company' vanzelfsprekend is. Het risico op (vijandige) overnames neemt af als de prestaties voorblijven bij die van de concurrentie.

Aandeelhouders trekken aan het langste eind. Er is uiteindelijk maar één baas, de eigenaar. In de relatie management - eigenaar gaat het en om goed eigenaarschap en om goed leider- en ondernemerschap. Een vertrouwensrelatie met gemeenschappelijke doelen en de vertaling hiervan naar strategie en implementatie genereert duurzame prestaties. Dat vereist selectie en begrip van beide kanten. De CEO en Raad van Commissarissen hebben daarin een sleutelpositie.

De zorg voor goede relaties op basis van vertrouwen en intentie in beide domeinen, respectievelijk 'boven' en 'onder', is de niet-lichtzinnige opdracht voor een CEO. Daarbij hoort het antwoord op de vraag of hij in díe situatie,

vervolg van pagina 45 «

Er zijn, eenvoudig gesteld, twee typen aandeelhouders: ten eerste de dividendgedreven aandeelhouder: cash per geïnvesteerde euro en ten tweede de groeibelegger: wil op lange termijn koerswinst pakken. De meeste beursfondsen hebben een goede mix van deze twee typen. De verschillen zijn relevant, maar niet merkbaar. Van de anonieme aandeelhouder is niet duidelijk hoe die erin zit.

De beurs is een goed toetssysteem, het houdt je scherp. Anderzijds levert de communicatie met de beurs veel werk op. In de top van het bedrijf denkt men primair shareholder value. Alle activiteiten in de organisatie worden vertaald naar shareholder revenu (Ebitda, capex), zo rekenen ook hun managers af. Verder naar beneden in de organisatie wordt het meer stakeholder driven.

Fundamenteel is er geen verschil tussen de regimes; er is één doelstelling: optimalisatie van winst

met díe opdracht, in dát regime de beste persoon is. Verder zijn governance en control onontkoombaar, hoewel die pas achteraf een blik werpen op waarom het niet goed ging in plaats van vooraf een prestatie te voorspellen. De beurs is daarin de beste benchmark die er is, met alle subjectieve psychologische effecten die daarbij horen. De broodnodige dialoog tussen management en eigenaar, die kan leiden tot gemeenschappelijke doelstellingen, kan en moet nog veel beter. Marktmeesters kunnen daarin niet helpen, een goede visie en rechte rug van de topman des te meer.

Maar ook de eigenaren zijn aan zet. 'De betaler bepaalt', eigenaar zijn brengt ook verantwoordelijkheden met zich mee. De reputatie van participatiemaatschappijen en hedgefondsen gaan een rol van betekenis spelen. Private equity fonds Apex heeft bij een volgende venture heel wat uit te leggen over hoe het PCM heeft achtergelaten. De aandeelhouder trekt uiteindelijk aan het langste eind, maar de psychologie gaat wel degelijk een rol spelen. We moeten in Nederland nog wennen en ruimte geven aan het idee dat eigenaren een markt vormen, met marktwerking waarbij 'goed eigenaarschap' een rol speelt. De poging van DSM om te komen tot aandeelhoudersdifferentiatie is mislukt. Dezelfde aandeelhouders anders behandelen kan wetmatig ook niet. Toch zal in toenemende mate gezocht worden naar de meest geschikte eigenaren voor een onderneming. Ook hier ligt een taak voor de president-commissaris.

Als gevolg van toenemende transparantie in de governance (SOX), is de bemoeizucht van eigenaren toegenomen. De ondernemingsdoelstellingen zijn weliswaar leidend voor de CEO, maar het is goed als eigenaren de druk vanuit shareholderperspectief opvoeren. Stilstand is immers achteruitgang, met veel ernstiger gevolgen voor een onderneming en z'n werknemers dan een ver doorgevoerde splitsing of reorganisatie. De eigenaar moet echter niet op de stoel van een ander gaan zitten. De aandeelhouder op de beurs moet zich realiseren dat er slechts één échte manier is om de stem te laten doen gelden in de 'trias economica' van de ondernemingsfinanciering: kopen en verkopen. Natuurlijk kan de eigenaar invloed uitoefenen, maar stemrecht is z'n belangrijkste wapen en het enige

of cash over de lange termijn. Hooguit verschilt de termijn. Alleen de spelregels per regime zijn anders. Eigenaar en directie zijn het fundamenteel niet oneens, het verschil is de volgorde en de termijn.

dat uitgaat van de kracht van de markt waar hij zelf zo in gelooft. Door het verkopen van aandelen is de kans op verandering van beleid, strategie en positie het grootst.

Er kan in de 'trias economica' nog meer aan zuiverheid gewonnen worden. De Raad van Commissarissen is er namens de aandeelhouders om de CEO te controleren. In de praktijk zijn er allerlei verbanden tussen de CEO en de Raad van Commissarissen die de controle minder neutraal maken. Niet alleen bij Stork en ABN Amro gebeurt er iets met de strategie en de positie van de topman, ook bij Ahold overleeft topman Anders Moberg de druk van een paar grootaandeelhouders, die de Amerikaanse tak van het concern willen afstoten, niet. De invloed van enkele grootaandeelhouders met in hun kielzog hedgefondsen als Centaurus en Paulson, maar ook in toenemende mate de collectieve verbanden van kleinaandeelhouders als de VEB, neemt toe. Dat Moberg, omschreven als een Zweedse kat in een vreemd pakhuis, voortijdig vertrekt, mag de Raad van Commissarissen zich zeker aantrekken. Mobergs conduitestaat blijkt ten onrechte overschat.
Het wordt tijd voor een nog serieuzere rol voor de Raad van Commissarissen, zonder oldboysnetwerk. Als de Raad van Commissarissen de CEO écht controleert, hoeft de aandeelhouder niet meer op de stoel van de CEO te gaan zitten.

De CEO is dus een evenwichtkunstenaar. Hij heeft 'boven z'n hoofd' allerlei issues te managen. Ook als de belangen van de aandeelhouders prefereren, doordat de macht daar al dan niet terecht is doorgeslagen, de relatie met die aandeelhouders moet hij wel managen. Tegelijkertijd weten we dat daar niet de werkelijke concurrentiefactoren zitten. Hooguit is er een prikkel van een actieve aandeelhouder wiens doelen voldoende congruent zijn aan de doelen van de onderneming.

'Naar beneden' is de kwaliteit van de CEO en zijn team wezenlijk van belang om de waardecreatie daadwerkelijk te realiseren. Waardecreatie die, gemeten over een langere periode, evenwichtig is verdeeld over de vele stakeholders van een organisatie. Alle stakeholders moeten er, op de lange termijn, iets aan hebben, anders verstoort het evenwicht te veel. Werknemers zijn de voornaamste assets en

Macht aandeelhouder overschat

VNU, Shell, Ahold; er zijn voldoende voorbeelden waarbij de wensen van aandeelhouders doorslaggevend lijken te zijn. In de ogen van veel commissarissen, politici en vakbonden slaan de verhoudingen door en wordt er steeds minder gekeken naar de wensen van andere belanghebbenden. "Niets van waar" zegt promovendus Jordan Otten in het Financieele Dagblad van 15 mei 2007. "De aandeelhouder speelt een beperkte rol in bestuurskamers. De rol van aandeelhouders wordt overschat. Hun macht is helemaal niet zo groot als vaak wordt gedacht." De belangen van alle partijen rond een onderneming zijn goed vastgelegd, zo blijkt uit zijn onderzoek in achtendertig landen. Het bestuur moet het iedereen naar de zin maken. De ene keer is dat de aandeelhouder, de andere keer de werknemer. Volgens Otten gaat het erom wie de controle heeft

zonder maatschappij en milieu kan er de organisatie ook niet bestaan.

Evenwicht

Ligt de waarheid in het midden? Of plaatsen we haar daar omdat ze dan de minste problemen oplevert? Had Boeddha, zonder verlies van waardering van balans, tijdens de Romantiek, waar de extremen en dynamiek oplaaiden, kunnen leven? Is een subtiel evenwicht van balans en onbalans mogelijk? Zou in een perfect evenwicht alles elkaar uitdoven? Hoe kun je ooit weer in evenwicht komen wanneer je niet weet waardoor je het verloren hebt? Of wanneer je niet weet welke elementen uit balans zijn? Is evenwicht het strijdperk van saaiheid en schoonheid? Wie zou er toch zulke vreemde frasen verzinnen als 'met jezelf in evenwicht zijn'. Misschien dezelfde die zegt dat je alles 'een plekje' moet geven?

over de onderneming. Dat is niet de markt. De markt en daarmee dus de aandeelhouder, geeft signalen, maar het bestuur bepaalt welke kant de onderneming op gaat. Aandeelhouders geven tegengas. En dat is terecht; het lijkt misschien of ze kunnen doen wat ze willen, maar dat is niet zo.

Wie is Turner?

Turner is een onafhankelijk adviesbureau gespecialiseerd in strategie-implementatie. Turner is er voor organisaties en mensen die hun prestaties willen verbeteren en meer betekenis willen creëren. Alleen de combinatie van vernieuwing en verbinding leidt tot een duurzaam resultaat. Het gaat om zowel een andere manier van werken als om een andere manier van denken.

Vanuit het motto 'Echt in verandering' levert Turner expertise en change management. In de veranderaanpak gaat het zowel om de bedrijfskundige oplossing (ratio, 'blauwe' benadering), als om de menselijke aspecten zoals energie, communicatie, gedrag en vertrouwen (emotie, 'rood'). Het uitgangspunt is niet een rapport maar het resultaat! Turner implementeert de strategie en krijgt de organisatie in beweging, van board-room tot werkvloer. Het resultaat is een concrete en duurzame prestatieverbetering.

Turners opdrachtgevers zijn ambitieuze bestuurders en managers die topprestaties willen leveren en inzien dat daarvoor een multidisciplinaire verandering nodig is. De opdrachten zijn gevarieerde, complexe verandervraagstukken in diverse sectoren, uit het bedrijfsleven en semi-overheid.

Turner realiseert uw marktstrategie vanuit drie formules:

- organisatieadvies,
- bestuursadvies,
- en interim management.

Op www.turner.nl staan voorbeelden en referenties.
Telefoon: 033 – 285 93 00.

Turner

Turner
Huize ‘De Boom’
Postbus 228
3830 AE Leusden
T. +31 (0)33 – 285 93 00
www.turner.nl

Turner