

Het nut van een acquisitiestrategie bij fusies en overnames

Mr. M.W.C. Vijverberg

6.1 Inleiding

Het aantal fusies en overnames is wederom op een hoogtepunt beland. Acquireren staat weer bovenaan het prioriteitenlijstje van menig organisatie. Toch is het doen van een overname bepaald geen sinecure. De gevolgen ervan zijn groot, zowel op financieel als personeel gebied. Men mag dus verwachten dat aan een fusie of overname een weloverwogen strategie en visie ten grondslag ligt. Het zou niet om een pure opportuniteit moeten gaan, maar om een traject dat goed is voorbereid.

In de praktijk blijkt echter dat veel ondernemingen moeite hebben om hun acquisitiestrategie vorm te geven. Sterker nog, in sommige gevallen is er zelfs geen enkele strategie geformuleerd. Het komt dus nog steeds voor dat overnames te impulsief en ondoordacht plaatsvinden of door persoonlijke motieven worden ingegeven.

Het is jammer dat – ondanks het feit dat de besluitvorming bij acquisities complex is en besluiten vaak onder druk moeten worden genomen – de processen bij de acquisitie zo ongestructureerd verlopen en ondoordacht zijn. Beter zouden bedrijven vooraf een acquisitiestrategie kunnen formuleren dat als raamwerk kan dienen voor het acquisitieproces. Een dergelijke strategie zet niet alleen de belangrijkste redenen om te acquireren op een rij, ook maakt een strategie duidelijk wat het bedrijf met de acquisitie beoogt en waaraan mogelijke overnamekandidaten moeten voldoen.

Hierdoor kunnen ondernemingen hun acquisitieproces gericht uitvoeren, sneller beslissingen nemen en systematisch werken aan waardevermeerdering. Dit hoofdstuk gaat nader in op de acquisitiestrategie. Het behandelt achtereenvolgens de redenen voor fusies en acquisities, de formulering van de acquisitiestrategie in de praktijk, de uitvoering en noodzaak hiervan.

6.2 Redenen voor fusies en acquisities

Fuseren en het doen van acquisities vindt niet zonder reden plaats. De redenen kunnen echter nogal uiteenlopen en ook de validiteit van de redenen verschilt per geval. Ook in de wetenschappelijke literatuur is sinds decennia een debat gaande over de juistheid en houdbaarheid van diverse veronderstelde acquisitiemotieven. Over een ding is men het wel eens: overnames blijven een zeer controversiële manier van niet-autonome bedrijfsgroei. Kennis van de acquisitiemotieven kan ons helpen om de acquisitieratio te bedenken.

Er zijn diverse redenen voor het doen van een overname. Sudarsanam (2003) onderscheidt vijf perspectieven van waaruit acquisities kunnen worden gezien: economisch, strategisch, financieel, management en organisatie.

In de praktijk zijn de belangrijkste motieven de economische motieven, zoals de waardecreatie, en de strategische motieven, zoals concurrentiepositieverbetering. Er ligt echter niet altijd een economische of strategische reden aan de acquisitie ten grondslag. Ondernemingen besluiten vaak vanwege heel andere redenen een overname te plegen. Dit zijn niet-strategische redenen die veel meer te maken hebben met de motieven van het management, vaak ook persoonlijke emoties als ijdelheid, geldingsdrang, het willen stellen van een daad.

Diverse wetenschappelijke studies hebben het bestaan van dergelijke acquisitiemotieven onderschreven; acquisities gedreven door hoogmoed (Roll, 1986) en machtswellust (Mueller, 1967) zijn hiervan enkele voorbeelden.

Volgens Schenk (2005) zijn het met name strategische motieven die ondernemingen aanzetten tot het doen van acquisities, zij het dat de besluitvormers de keuze om een acquisitie te doen eerder uit defensieve en reputatieoverwegingen zouden maken dan vanuit waardecreërende of strategische redenen.

Hieronder hebben wij een aantal veel voorkomende redenen vanuit de praktijk op een rij gezet. Vaak ligt niet één maar een combinatie van deze motieven ten grondslag aan een fusie of acquisitie.

6.2.1 Economische redenen

Waardecreatie

Wanneer wij kijken naar de economische motieven om een acquisitie te doen, dan gaat het om waardecreatie. Gedurende decennia is dit argument het meest bevochten en onderzochte aspect van fusies en overnames. Waardecreatie zou voor aandeelhouders van ondernemingen toch wel één van de belangrijkste redenen moeten zijn. De meeste strategische en niet-strategische redenen leiden immers direct of indirect naar hetzelfde doel.

Waardecreatie kan voortkomen uit de synergie bij fusies en acquisities. Synergie ontstaat door de gezamenlijke benutting van hetgeen waarde creëert in een onderneming. Synergie ontstaat door de verbetering van efficiency op het werkkapitaal en de productiemiddelen maar ook door kostenbesparing en margeverbetering door schaalvergroting.

Andere voorbeelden van waardecreatie zijn de uitwisseling van kennis over markt en product, de vergroting van managementvaardigheden, enzovoorts. Daarbij wordt verondersteld dat de som der delen beter uitpakt dan de delen op zichzelf. Dit moet leiden tot dusdanige kwantificeerbare voordelen dat ze een bijdrage leveren aan de waardecreatie in de onderneming.

Een overzicht is als volgt:

Value drivers

Omzet

- Volume
- Marge

Operationele kosten

- Verkoopmarge
- Administratiekosten
- Algemene kosten

Totale activa

- Grond, gebouwen
- Inventaris en machines
- Werkkapitaal
- Personeel

Synergie

Omzet synergie

- Nieuwe markten en klanten
- Marge verbetering en prijspolitiek door marktpositie verbetering

Kosten synergie

- Schaal
- Duplicatie eruit snijden

Operationele efficiëntie

- Samenvoegen locaties
- Organisatie samenvoeg
- Best practice transfer
- Werkkapitaalverbetering
- Belastingvoordelen

Het belangrijkste synergievoordeel dat leidt tot waardecreatie is die van schaalgrootte. Door de vergroting van de ondernemingen door acquisitie of door samenvoeging worden zowel directe als indirecte vaste kosten verdeeld over meer producten of diensten. Dit betekent dat de productiekosten omlaag gaan. De kostenbesparing is wel de meest concrete synergie die bij acquisities is vast te stellen. Het gaat vaak om directe

bezuinigingen door de verwijdering van duplicatie en samenvoeging van organisaties. De beperking hierbij is dat slechts tot op een bepaalde grens bezuinigd kan worden. Een beperking kan ook worden opgelegd door toezichthouders op een sector.

Door het delen van kennis, kunde en ervaring kunnen 'Economies of learning' worden bereikt en kunnen productiekosten eveneens worden verlaagd. Organisaties leren van elkaar en er vindt kruisbestuiving en overdracht plaats van best practices binnen bedrijven. Voorbeelden zijn: kwalitatief beter produceren met minder afval, minder fouten en beter teamwork.

Verticale integratie

De 'make-or-buy' discussie kan leiden tot de overname van een leverancier of afnemer, ofwel de zogenaamde verticale integratie. Dit kan interessant zijn om de concurrentiepositie te verbeteren of om kostenvoordelen te behalen. Op deze manier kunnen ondernemingen zelfs een toetredingsbarrière aanleggen. Keerzijde van een verticale integratie is de afhankelijkheid van de leverancier en het ontbreken van 'economies of scale' voor de leverancier. Verticale integratie komt nog wel voor maar de golf van desinvesteringen in jaren negentig toonde aan dat de verticale integratie als argument niet echt heeft standgehouden.

Financiële optimalisatie

Een belangrijk economisch argument voor een acquisitie kan de financiële optimalisatie of 'financial engineering' zijn. Hierbij wordt het werkkapitaal van een onderneming die wordt overgenomen, geoptimaliseerd waardoor waarde wordt gecreëerd. Bij acquisitie van een kleinere onderneming kan deze een herfinanciering ondergaan tegen een aantrekkelijker tarief; de grote moederorganisatie kan immers vaak veel goedkoper lenen.

Het samenbrengen van ondernemingen kan ook resulteren in efficiëntere fiscale structuren: de belastingkosten van het geheel zijn lager dan de belastingkosten voor afzonderlijke onderdelen in een 'stand-alone' omgeving.

Beschikbare cash

Een steeds vaker voorkomend verschijnsel is dat ondernemingen na een periode van economische bloei beschikken over veel kasmiddelen. Zij kunnen dan vaak ook gemakkelijk extra financiering krijgen om de eventuele plannen van de onderneming te bekostigen. Het management kan besluiten de additionele cash uit te keren of te besteden. De meest voor de hand liggende besteding is de inkoop van eigen aandelen en het doen van acquisities.

Het management van beursgenoteerde ondernemingen staat hierbij tegenwoordig snel onder druk van de aandeelhouder om de middelen aan te wenden. Bij gebreke van goede investeringsprojecten, zoals acquisities, wordt cash uitgekeerd aan de aandeelhouders. Voor het management is dit geen wenselijk perspectief, dus men zal eerder geneigd zijn de cash als oorlogspot aan te houden. De belangen van de aandeelhouder en het management lopen hierbij uiteen. Dit soort problemen komen hierna nog aan bod bij de behandeling van de agency theorie.

6.2.2 Strategische redenen

Marktpositie

Ondernemingen hebben vaak een unieke set van kennis en middelen om in de markt concurrerend te opereren. Met een acquisitie kan deze unieke set worden versterkt, aangevuld of zelfs een nieuwe weg in worden geslagen (Hayward, 2002). Hiermee kunnen nieuwe product-en marktcombinaties direct worden gerealiseerd en nieuwe doelgroepen worden bediend. Deze strategie moet worden afgewogen tegen het alternatief van het zelfstandig opbouwen van kennis en middelen in het bestaande

bedrijf. Dit vergt echter veelal grote investeringen, kost veel tijd en genereert mogelijk ook aanloopverliezen. Bovendien kunnen ontwikkeltrajecten in een snel veranderende markt te lang duren. Om die reden kiezen bedrijven voor acquisities om op een snelle manier een stap voorwaarts te kunnen zetten.

Concurrentiepositie

Ondernemingen kunnen besluiten over te nemen om de concurrentiepositie te versterken. Door een acquisitie kan een sterke positie in de markt worden verkregen of een positie die het voor derden moeilijker maakt om de markt te betreden. Onder het mom van 'de buurman is maar een keer te koop' kan het voorkomen dat er zelfs een premie wordt betaald op de aankoopprijs van de acquisitie. Dat de concurrenten in de markt verzwakt zijn en er een gouden kans ligt om de verzwakte tegenpartij over te nemen, kan ook een reden zijn.

Eten of gegeten worden

In de hedendaagse economie is het steeds meer: eten of gegeten worden. Ondernemingen die willen overleven zullen ervoor moeten zorgen dat hun marktpositie stevig is en hun omvang aanzienlijk. Wie niet tot een fusie overgaat loopt het risico zelf een doelwit te worden van een overname (Schenk, 1996). Volgens die theorie zullen ondernemingen tot een fusie overgaan ondanks dat deze geen waarde creëert. Dit om te voorkomen dat men zelf wordt overgenomen. Veel kleine en middelgrote ondernemingen zetten dan ook de strategische stap om zich aan te sluiten bij andere, vaak grotere spelers, om de continuïteit van hun eigen onderneming te waarborgen. In de recente fusiegolf speelt dit fenomeen sterker omdat er grote druk van de aandeelhouders wordt gelegd op de optimalisatie van de waarde van de aandelen. Ondernemingen die niet actief acteren worden zelf een overnameprooi of komen in het middelpunt van de belangstelling te staan van hedge funds.

Internationalisering

Om een internationale speler te kunnen zijn zullen ondernemingen ervoor kiezen om te fuseren met internationale partners of om internationale bedrijven over te nemen. Internationalisering wordt ingegeven doordat klanten ook in het buitenland bediend willen worden en als reactie op de alsmaar groeiende mondiaal opererende ondernemingen.

Organisatie innovatie

In recente onderzoeken (Vermeulen & Barkema, 2001) is aangetoond dat 'revitalisering' van de onderneming een belangrijke reden is om een acquisitie te doen. Doordat ondernemingen de neiging hebben om in de loop der jaren vast te roesten in oude gewoontes, patronen en systemen, zijn juist acquisities een manier om deze 'inertie' te doorbreken. De nieuwe entiteit zal beschikken over nieuw bloed, waardoor de overnemende partij een frisse impuls krijgt. Het idee is dat, om op lange termijn als organisatie te kunnen blijven bestaan, een dergelijke wijze van transformatie soms vereist is.

Verandering in de markt of regelgeving

Vooraf aan het einde van de vorige eeuw toen er sprake was van een liberalisering van de markt voltrok zich een opleving van fusies en acquisities. Acquisities werden gedaan om in te spelen op veranderde omstandigheden. Bedrijven diversifieerden of integreerden voorwaarts in de distributieketen.

6.2.3 Niet-strategische redenen

Stellen van een daad

Vaak komt het voor dat een directeur of voorzitter van de Raad van Bestuur nog graag een daad wil stellen voordat hij met pensioen gaat, om er zeker van zijn dat hij zijn sporen nalaat in de onderneming. Een effectieve manier om dit te doen is fuseren of acquireren. Dit soort veranderingen hebben immers een forse impact op de

onderneming. Dergelijke beslissingen kunnen vaak in strijd zijn met de belangen van de aandeelhouders van de onderneming.

Dit probleem staat in de wetenschap bekend als de 'agency theory' (Jensen and Meckling, 1976), vertaald als de 'principaal-agent'-theorie. Gedrag van het management (agenten) dat niet strookt met de wens van de aandeelhouders (principalen) komt voort uit het feit dat het management niet of gedeeltelijk eigenaar is van de onderneming.

Een acquisitie kan dus gedreven zijn vanuit belangen van het management, die daarmee niet noodzakelijk gelijk zijn aan die van de aandeelhouders. Een ander voorbeeld hiervan is wanneer het management een lagere biedpremie accepteert in ruil voor participatie in de nieuwe entiteit. Dit biedt het management meer controle, maar dit is niet perse in het belang van de aandeelhouders.

Zichzelf willen bewijzen

Indien een onderneming een overname doet neemt niet alleen de omvang van de organisatie toe maar ook de verantwoordelijkheid en positie van het management. Wie een acquisitie doet wordt ineens op de kaart gezet gezien en gehoord. Ook het aanzien van de persoon in kwestie neemt evenredig toe. Kortom: een overname is voor menig directeur een uitstekend instrument om zichzelf te bewijzen en de buitenwereld te laten zien waartoe hij in staat is.

Al in 1986 is in de wetenschappelijke literatuur geopperd door Richard Roll dat deze ijdelheid en bewijsdrift zou kunnen leiden tot een overschatting van het te verwachten investeringsrendement in de pre-acquisitie fase. Dit heeft later de basis gevormd voor de zogenoemde 'Hubris-hypothese'. Deze veronderstelt dat de managers van acquirerende ondernemingen een overschatting maken van hun capaciteit om met de acquisitie waarde te creëren en hierdoor bereid zijn om feitelijk te veel te betalen voor een transactie.

Groei om de groei

Wie overneemt, groeit. Voor ondernemingen die zichzelf tot doel hebben gesteld om snel te groeien, zijn fusies en overnames dan ook doelgerichte en functionele instrumenten. Met name Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen realiseren een belangrijk deel van hun omzetgroei door acquisities.

Vaak zijn ondernemingen zeer bedreven in overnames en zetten zij die voort alsof het de 'core business' is van de onderneming. Zij groeien doordat zij mogelijkheden zien voor verdere uitbouw. Onderzoek heeft aangetoond dat sprake kan zijn van leereffecten, wanneer organisaties herhaaldelijk acquisities doen (o.a. Hayward, 2002). Het idee is dat bedrijven blijkbaar ervaring opdoen met bijvoorbeeld de integratie en marktwerking in een bepaalde markt na een overname, wat als zodanig ook herkend wordt door investeerders.

OpvolgingFamiliebedrijf

Met name familiebedrijven kampen nogal eens met het probleem van opvolging. Om die reden kan een directeur of aandeelhouder tijdig besluiten het bedrijf te koop aan te bieden of te fuseren met een ander bedrijf zodat de invulling van de directie is veiliggesteld wanneer voor het bedrijf een nieuwe fase aanbreekt. Hoewel een verkoop van het familiebedrijf in dit soort gevallen vaak om strategische redenen plaatsvindt, wil dit nog niet zeggen dat emoties hierbij geen rol spelen. In tegendeel: juist bij familiebedrijven zal men zich doorgaans maximaal inspannen om ervoor te zorgen dat gevoelsmatig de juiste partner wordt gevonden.

Rookgordijn opwerpen

Het doen van veel acquisities heeft als voordeel dat een bedrijf continue in beweging is en hierdoor eventuele misstappen of slecht functionerende onderdelen niet worden

opgemerkt. Wie de ene na de andere overname pleegt, vestigt immers vooral de aandacht op groei, waardoor de buitenwereld om de tuin geleid kan worden. Als dit de motivatie is om te groeien, zal toch vroeg of laat de ballon klappen en wordt de werkelijkheid zichtbaar.

Persoonlijke motieven

Het management van een onderneming kan diverse persoonlijke motieven hebben om over te gaan tot een fusie of acquisitie. Door gebrek aan uitdaging kan het management geprikkeld worden om ondernemingen over te nemen. Ook de voordelen van internationalisatie kunnen een rol spelen bij de besluitvorming van het management.

Bij een verkoop of fusie kan ook meespelen dat directeuren, vanwege de stress of andere interesses, geen zin meer hebben om de eigen onderneming voort te zetten. Ook vormen gezondheidsproblemen een belangrijke reden om afscheid te nemen van het bedrijf en het rustiger aan te doen.

6.3 De formulering van de acquisitiestrategie in de praktijk

6.3.1 Inleiding

Voordat een onderneming besluit te acquireren is het belangrijk om eerst een duidelijke acquisitiestrategie te formuleren. Deze strategie zet de belangrijkste redenen om te acquireren op een rij en brengt de mogelijkheden die een onderneming in huis heeft om acquisities te doen in kaart. Het definieert nauwgezet de criteria waaraan de acquisitie moet voldoen. Bovendien beschrijft het de wijze waarop het acquisitieproces moet verlopen.

Een acquisitiestrategie dient nauw aan te sluiten bij de doelstellingen van de onderneming, ofwel de ondernemingsstrategie. De vraag is waarom veel ondernemingen moeite hebben met het vormgeven van de acquisitiestrategie. Een van de redenen waarom het ondernemingen nogal eens ontbreekt aan een gedegen acquisitiestrategie heeft te maken met de hoge tijdsdruk waaronder fusies en overnames vaak tot stand komen. Ondernemingen gunnen zich doorgaans de tijd niet om uitgebreid voorbereidend werk te verrichten maar willen het liefst direct terzake komen. Daar komt ook nog eens bij dat de onderneming zich vaak bij een transactie technisch laat bijstaan en niet meer op strategisch niveau.

Uit de praktijk blijkt desalniettemin dat voor succesvol acquireren het van belang is dat bedrijven nauwkeurig de acquisitiestrategie formuleren. Om te komen tot een gedegen acquisitiestrategie moeten grofweg de volgende pijlers in acht worden genomen:

- formuleren van een ondernemingstrategie
- formuleren van de strategische opties
- formuleren van acquisitiecriteria en -randvoorwaarden
- de acquisitieselectie
- de acquisitie-implementatie

6.3.2 Formuleren van een ondernemingsstrategie

Ondernemingsstrategie

Alvorens acquisitiecriteria en -randvoorwaarden kunnen worden geformuleerd, zou iedere onderneming eerst een duidelijke ondernemingsstrategie moeten formuleren. Welke positie neemt het bedrijf in de markt in? Wat zijn de doelstellingen? En hoe wil de onderneming die bereiken? Wat zijn de kerncompetenties van de onderneming?

Een groot aantal bedrijven hebben geen duidelijke strategie terwijl een organisatie deze wel nodig heeft om tot toegevoegde waarde te komen. De ondernemingsstrategie is de basis van waaruit men kan bepalen waarom en met welk doel de acquisities worden gedaan.

In dit hoofdstuk zal niet worden ingegaan op hoe de strategie kan worden geformuleerd. Hierover zijn namelijk al veel studies en artikelen verschenen. De acquisitiestrategie bouwt voort op de ondernemingsstrategie. Bij een helder geformuleerde ondernemingsstrategie kan worden bepaald of fusies en overnames passen binnen de strategie van de onderneming.

Als bijvoorbeeld blijkt dat een onderneming binnen nu en vijf jaar marktleider wil worden en dat die groei niet autonoom maar alleen door acquisities gerealiseerd kan worden, kan de acquisitiestrategie hierop afgestemd worden.

De acquisitiestrategie is het instrument om de ondernemingsstrategie uit te voeren. De acquisitiestrategie moet uiteraard zijn gebaseerd op zoveel mogelijk concrete feiten over de markt, de concurrentie en de prestaties van de verschillende onderdelen van de onderneming.

Marktanalyse

Marktanalyse is dan ook een belangrijk onderdeel van de ondernemingsstrategie en vormt de basis van de acquisitiestrategie. Wie zijn de spelers en wat is hun omvang ten opzichte van elkaar? Wat zijn de strategische bewegingen en welke ondernemingen laten goede resultaten zien ten opzichte van de anderen?

Belangrijk is wel dat de ondernemingsstrategie zo concreet mogelijk is geformuleerd. Veel ondernemingsstrategieën zijn te algemeen geformuleerd en daardoor onbruikbaar voor vaststelling van de acquisitiestrategie. Uit onderzoek is gebleken dat bij de aankondiging van een acquisitie vaak moeilijk is vast te stellen wat de precieze overwegingen zijn geweest voor de acquisitie en op grond waarvan de acquisitiebeslissing is genomen. Een helder geformuleerde acquisitiestrategie voorkomt dit. Een acquisitiestrategie kan achteraf ook duidelijk motiveren waarom de overname is gedaan en welke ondernemingsdoelstellingen hiermee zijn bereikt.

6.3.3 Formuleren van de strategische opties

Keuzes maken

Op basis van de ondernemingsstrategie en een uitgebreide marktanalyse kan gekeken worden naar de strategische opties die de onderneming heeft. Blijkt uit het voorafgaande dat acquireren inderdaad het geëigende middel is om te komen tot de ondernemingsdoelstellingen? Zo ja, welke doelstellingen kunnen met de acquisitie worden bereikt? Wat wil men bereiken met de acquisitie: schaalvoordelen of marktversteving? Bij het formuleren van de strategische opties wordt goed nagedacht over de keuzes die worden gemaakt met de acquisities.

Vragen die ook aan de orde komen zijn: Moeten de acquisities worden gedaan in de richting van de kerncompetenties of moeten deze juist worden aangevuld met nieuwe? Welke keuze wordt gemaakt voor de markt en producten? Welke klanten zijn voor ons belangrijk en welke impact moet een acquisitie hierop hebben? Al deze vragen zijn ook beantwoord in de vastlegging van de ondernemingsstrategie.

Als een onderneming een bepaalde ontwikkeling in de markt heeft gemist kan de acquisitie erop gericht zijn om dit te repareren. Hetzelfde geldt bijvoorbeeld bij gebrek aan technische kennis. Deze kan worden gekocht met de acquisitie. Ook kan een speler in een speciale marktniche willen acquireren. Door strategische keuzes te koppelen aan de ondernemingsstrategie worden deze bewuster en kritischer genomen.

Met het formuleren van de strategische opties wordt helder gemaakt waar de acquisities – nog in grote lijnen – aan moeten voldoen. Vaak wordt met het formuleren van de strategische opties – direct of indirect – teruggegrepen naar de hierboven beschreven economische en strategische redenen om te acquireren. Maar dit moet dan wel aansluiten op de geformuleerde ondernemingsstrategie.

Het kan natuurlijk ook zo zijn dat het management niet-strategische motieven heeft om tot een acquisitie over te gaan. Het is de vraag of dit zinvol is, maar als het dan toch gebeurd is het beter om transparant te zijn en de niet-strategische motieven te benoemen.

Risk-reward-analyse

Bij ondernemingen met een veelheid aan producten en diensten zijn veel opties mogelijk als het gaat om acquisities. Sommige opties leveren meer risico's op dan anderen, bijvoorbeeld doordat een hoge prijs moet worden betaald in een bepaalde markt of omdat de acquisitie sterk afhankelijk is van de mensen in de onderneming of de technische mogelijkheden. Om alle opties en acquisitierichtingen goed in kaart te brengen kan een risicoanalyse worden gemaakt waarbij het risico in verband wordt gebracht met de mogelijke opbrengst van de keuze. Deze zogenaamde 'risk-reward-analyse' leidt tot een zorgvuldige analyse van het risico van de doelstellingen. Het vereist wel een inschatting van de risico's bij acquisitie wat niet eenvoudig is. Vooral niet omdat het nou eenmaal moeilijk is om een economisch risico af te wegen tegen strategische kansen.

6.3.4 Formulering van acquisitiecriteriën en -randvoorwaarden

Als voor een onderneming duidelijk is dat acquisitie gewenst is en in welke richting de acquisitie moet worden gedaan komt de volgende fase. De criteria en randvoorwaarden kunnen worden geformuleerd aan de hand waarvan potentiële overname kandidaten kunnen worden geselecteerd. Deze criteria en randvoorwaarden kunnen zo uitgebreid mogelijk geformuleerd worden als gewenst. Grofweg kunnen we hier vijf soorten criteria en randvoorwaarden beschrijven:

Commercieel

Commerciële criteria en randvoorwaarden vormen een belangrijke basis voor overnames en kunnen betrekking hebben op producten, marktaandeel, marktspreiding, geografische spreiding, marktcomplementariteit, groeipotentie, distributiekanaal, enz.. De criteria die hiervoor worden gehanteerd hangen sterk af van de wensen en strategie van de koper en verschillen daarom per onderneming. Vaak wordt de meeste tijd gestopt in het formuleren van de commerciële criteria omdat iedereen er een duidelijk beeld bij heeft. In de praktijk blijkt echter dat toch kritisch moet worden gekeken naar het wensenlijstje omdat duidelijke strategische keuzes moeten worden gemaakt.

Financieel

Financiële criteria zijn doorgaans allesbepalend bij de beoordeling van een overnamekandidaat. Het benoemen van de financiële criteria leidt tot een duidelijke selectie van alle acquisitiemogelijkheden. De financiële criteria zijn gemakkelijk te benoemen. Zij kunnen betrekking hebben op de balansratio's en winstgevendheid maar ook op omvang van de onderneming. Met de financiële criteria kan worden aangegeven of een minderheids- of meerderheidsbelang wordt genomen.

Een belangrijke financiële voorwaarde betreft de financierbaarheid van de transactie. Hierbij wordt bijvoorbeeld gekeken naar een maximale transactieomvang en het financieringspotentieel van de koper. Ook moet worden gekeken naar de terugverdientijd en de eisen die hieraan worden gesteld.

Daarnaast wordt gekeken naar het effect dat de acquisitie mag hebben op de winst per aandeel en op de balans van de kopende onderneming. Het vereiste rendement op het geïnvesteerd vermogen moet ook onder de loep genomen.

De financiële criteria zijn veelal de belemmerende criteria voor een acquisitie. Vaak wordt de lat te hoog gelegd ten aanzien van de criteria waaraan de acquisitiekandidaat moet voldoen. In werkelijkheid is het vaak niet mogelijk om al deze financiële criteria in te vullen.

Technisch

Ook technische criteria kunnen in veel gevallen een belangrijke rol spelen bij de voorselectie van overnamekandidaten. Door technieken en systemen beter te benutten of samen te voegen kunnen immers synergievoordelen worden behaald. De randvoorwaarden en criteria die een bedrijf in dit geval wil stellen aan een overnamekandidaat zijn sterk gerelateerd aan de branche.

Organisatie en management

Bij het opstellen van organisatorische randvoorwaarden en criteria gaat het erom een beeld te krijgen van de voorwaarden waaraan de organisatie van de overnamekandidaat moet voldoen. Hierbij kan worden gekeken naar de wijze waarop de uiteindelijke overnamekandidaat kan worden geïntegreerd met het bestaande bedrijf. Bij de benoeming van de organisatorische criteria wordt ook nagedacht over de wijze waarop de geacquireerde onderneming organisatorisch moet worden aangestuurd.

Management- en organisatie-eisen kunnen nauw beschreven worden in de criteria. Idealiter zou beschreven kunnen worden welke kwaliteiten de nieuwe organisatie zou moeten bezitten, zoals bijvoorbeeld een commerciële organisatie met veel of weinig staf en R&D, een organisatie met een sterke structuur of een bepaalde opbouw. Ook kan worden gekeken naar het opleidingsniveau van het personeel, leeftijd of jaren betrokken bij de onderneming.

Te vaak wordt door ondernemingen onvoldoende waarde gehecht aan de beschrijvingen van de organisatorische randvoorwaarden, met als risico dat de acquisitie alsnog mislukt omdat de integratie van beide bedrijven niet naar wens verloopt.

Het beschrijven van de wijze waarop de integratie dient plaats te vinden heeft bovendien als voordeel dat de aankopende partij zijn overnamekandidaten beter kan screenen. Wanneer de koper bijvoorbeeld heeft besloten om de nieuwe activiteiten te integreren met al bestaande activiteiten binnen de onderneming is het van minder groot belang hoe het bestaande management van de overnamekandidaat eruit ziet. Is de koper echter van plan om de nieuwe activiteiten zelfstandig te laten functioneren, dan is de kwaliteit en hoedanigheid van het management van de over te nemen partij weldegelijk van belang.

Cultuur

Culturele criteria spelen in sommige gevallen eveneens een rol bij het kiezen van een potentiële overnamekandidaat. Met name kleinere ondernemingen en familiebedrijven hechten veel waarde aan de bedrijfscultuur van de overnamekandidaat en stellen om die reden vaak een lijst met normen en waarden samen, waaraan de desbetreffende organisatie dient te voldoen.

De kopende partij moet in zo'n geval uiteraard eerst vaststellen hoe het eigen normen- en waardensysteem eruit ziet. Pas dan kunnen voorwaarden worden gesteld aan de overnamekandidaat en kan een lijst worden samengesteld van normen en waarden die minimaal aanwezig moeten zijn.

Opvallend is dat sommige bedrijven, veelal de grotere ondernemingen, pas met het culturele aspect worden geconfronteerd als de acquisitie reeds een feit is. Men vindt het onderwerp niet belangrijk genoeg om zich er vooraf in te verdiepen. Van een culturele fit is echter lang niet altijd sprake, zo blijkt al snel, met alle negatieve gevolgen van dien.

6.3.5 De acquisitie selectie

Op basis van de zorgvuldig geformuleerde criteria en voorwaarden kan met de uitvoering van de acquisitiestrategie worden gestart. Hierbij zijn de volgende stappen te herkennen:

- kandidaten zoeken
- analyse van de kandidaten

– selectie van de kandidaten

De zoektocht naar kandidaten

De werkelijke selectie vindt plaats door middel van uitgebreid markt- en databronnenonderzoek. Hierbij wordt in principe in eerste instantie niet gekeken of de ondernemingen ook te koop zijn. Pas in een latere fase kan worden onderzocht of er bereidheid is tot verkoop.

Alle kandidaten die maar enigszins voldoen worden in een zogenaamde longlist geselecteerd. Met behulp van de criteria kan een verdere selectie plaatsvinden.

Hoewel veel informatie beschikbaar is op internet is dit vaak niet de essentiële informatie die nodig is om de selectie te doen. Het is simpelweg te moeilijk om op basis hiervan het business model te vinden van de ondernemingen. Veelal ontbreken ook financiële gegevens van een onderneming omdat deze te klein is zodat geen financiële gegevens gepubliceerd hoeven te worden, of omdat de onderneming deel uitmaakt van een geheel en de cijfers niet separaat beschikbaar zijn. Bovendien is het vaak moeilijk om de gegevens over de organisatie en cultuur te achterhalen. Voor de verdere selectie zal het dus noodzakelijk zijn om de onderneming te benaderen en de oriënterende gesprekken te voeren om aan de benodigde informatie te komen.

De analyse

De analyse van de kandidaten is een dynamisch proces. Op basis van de beschikbare informatie wordt bepaald of de kandidaten voldoen aan de gestelde acquisitiecriteriën. In veel gevallen is niet digitaal aan te geven of een kandidaat wel of niet voldoet maar is er sprake van glijdende schalen. Een kandidaat voldoet, bijvoorbeeld, voor 80 % aan de gestelde criteria van de markt of de organisatie.

Bij financiële criteria is gemakkelijker aan te geven of een kandidaat wel of niet voldoet aan, bijvoorbeeld, solvabiliteitscriteria of winstgevendheid. Door de analyse kunnen de criteria nog enigszins aangepast worden aan de situatie die wordt aangetroffen in de markt. Bij het stellen van de criteria in de voorfase kunnen bepaalde zaken over het hoofd zijn gezien of te hoge eisen zijn gesteld. Op basis van de analyse kunnen de criteria alsnog worden bijgesteld.

De selectie

De selectie is een logisch gevolg van de twee voorafgaande stappen. Hierbij dreigt echter het gevaar van het opportunisme en de irrationaliteit. In de praktijk blijkt de verleiding groot te zijn voor ondernemingen om kandidaten die eigenlijk niet voldoen aan de criteria toch op de lijst zetten uit opportunisme. Soms wordt er gewerkt met a, b en zelfs c lijsten. Dit alles neemt niet weg dat selectie een kwestie van beslissen is.

Door de bepaling van de acquisitiestrategie, de criteria en de selectie wordt de voorbereiding van de acquisitie in de bedrijfsvoering van een onderneming geïncorporeerd. Hiermee wordt het 'acquisitiedenken' verankerd in de gehele onderneming.

Veel marktkennis en visies op toekomstige ontwikkelingen bevinden zich in de hoofden van managers en andere medewerkers die dicht op de business zitten. Het is dan ook zinvol om deze medewerkers bij de acquisitievoorbereidingen te betrekken zodat de onderneming snel op de hoogte is van mogelijke kansen en de juiste beslissing kan nemen wanneer een acquisitiemogelijkheid zich voordoet.

Bovendien maakt een levendig acquisitiedenken dat de onderneming zich beter bewust is van de markt, alerter is op veranderingen en ontwikkelingen in die markt en een goed zicht heeft op de concurrentie. Een bijkomend voordeel is dat het management op deze

manier dichterbij de acquisitie staat en daardoor een betere bijdrage kan leveren aan de integratie van beide partijen.

6.4 De uitvoering van de acquisitiestrategie

6.4.1 De stappen in het acquisitieproces

De laatste fase in het acquisitieproces betreft de uitvoering van de acquisitiestrategie. Hierbij moeten een aantal concrete stappen worden genomen.

Benaderen

Na een zorgvuldige vaststelling van de acquisitiestrategie en de selectie van kandidaten kunnen deze worden benaderd. Tijdens het benaderen wordt allerlei informatie verkregen op grond waarvan een verdere selectie kan plaatsvinden van de acquisitiekandidaten.

Een belangrijke voorwaarde is wel dat de acquisitiekandidaat bereid is de informatie te verstrekken. De kandidaat moet wel open staan voor een verkoop. In deze fase kan de deur al worden dichtgegooid doordat de kandidaat aangeeft niet te willen verkopen. Soms komt het voor dat een onderneming daadwerkelijk te koop staat en een verkoopmemorandum beschikbaar is of komt. Hierbij is het grote voordeel dat dan veel informatie kan worden verkregen.

In de fase van benadering dient alle informatie te worden verkregen van de overnamekandidaat die een antwoord moet geven op de vragen die zijn ontstaan bij het selectieproces. De informatie wordt getoetst aan de hand van de bij de acquisitiestrategie opgestelde criteria. Als alle informatie beschikbaar is kan de definitieve keuze worden gemaakt om het proces te vervolgen.

Als het proces wordt vervolgd resulteert dit in de concretisering van de voorwaarden waaronder een acquisitie kan worden gedaan. Dit proces kan in stappen plaatsvinden. De interesse kan mondeling kenbaar worden gemaakt maar uiteindelijk kan dit worden beschreven in een bieding, die is vastgelegd in een brief waarin de belangrijkste voorwaarden staan opgesomd van de overname. In deze bieding kan zelfs concreet worden ingegaan op de criteria. Deze kunnen ook als nadere voorwaarden worden vermeld. De voorbereiding van de acquisitie kan hierbij tijdsbesparend werken in dit deel van het proces.

Onderhandelen

Ervan uitgaande dat in de meeste gevallen de voorwaarden die zijn vastgelegd in de biedingsbrief niet klakkeloos worden overgenomen, zullen deze verder moeten worden besproken. Er volgen dan gesprekken en onderhandelingen over de voorwaarden van de acquisitie.

Voor het welslagen van deze fase van de acquisitie zullen de onderhandelingen goed moeten worden voorbereid. Allereerst moet het onderhandelingsteam worden samengesteld. Er dient een keuze te worden gemaakt over welke personen zullen plaatsnemen in het onderhandelingsteam. Dit kunnen personen zijn uit de betreffende business unit waaraan de overgenomen partij wordt toegevoegd, maar ook kunnen het personen zijn die verantwoordelijk zijn voor de acquisitie in het algemeen.

Het kan het noodzakelijk zijn alle vormen van expertise in te brengen. Hoe het ook zij: de leden uit het onderhandelingsteam moeten enerzijds voldoende ervaring hebben om tot een goed onderhandelingsresultaat te komen, anderzijds moeten zij de acquisitie naar het topmanagement of toezichthouders weten te verdedigen. Zij moeten ook goed op de hoogte zijn van de criteria van de acquisitiestrategie om deze maximaal uit te onderhandelen. Stel bijvoorbeeld dat een van de genoemde criteria is dat er goed management is bij de over te nemen onderneming. Het onderhandelingsteam kan

hiervoor dan de juiste onderhandelingsstandpunten in te nemen. Een ander voorbeeld zou kunnen zijn dat het onderhandelingsteam duidelijk aangeeft wat de financiële grenzen zijn bij de onderhandelingen in verband met gestelde financiële criteria.

Finalisatie

Wanneer partijen tot een overeenkomst zijn gekomen, wordt eerst een intentieverklaring getekend. Vervolgens worden diverse onderzoeken gedaan, zoals een 'due diligence' alvorens het definitieve contract wordt getekend. In de due diligence kan een verdere toetsing plaatsvinden van de criteria en randvoorwaarden zoals die in het begin van het acquisitieproces zijn opgesteld.

In de opdrachtformulering van de onderzoekers in het due diligence kunnen de acquisitievoorwaarden en criteria worden meegegeven. Uit het onderzoek moet blijken of de acquisitie aan de criteria voldoet. Dit gaat verder dan de financiële en commerciële criteria die gebruikelijk in een due diligence worden getoetst. Idealiter betekent dit, dat het onderzoek al in deze fase betrekking heeft op de organisatie en cultuur.

Na het due diligence kan het uiteindelijke overnamecontract worden opgesteld en kan de feitelijke overdracht plaatsvinden. De lengte van de periode tussen de intentieverklaring en het uiteindelijke contract kan sterk variëren; van enkele weken tot enkele maanden. Vaak wordt over het uiteindelijke overnamecontract nog eens stevig onderhandeld. Goede onderhandelaars houden zelfs in die fase nog vast aan de principes die zijn opgesteld bij de acquisitiecriteriën.

Het is overigens ontvondend te constateren dat zodra de overname een feit is en de overdracht heeft plaatsgevonden, er in feite nog niets is veranderd. Het echte werk, namelijk de integratie van het nieuwe bedrijf in de onderneming, begint dan immers pas. De overname is dan ook pas voelbaar wanneer de fysieke integratie heeft plaatsgevonden, het bedrijf een andere naam heeft gekregen of er een nieuwe strategie is ontwikkeld, enz.. Voor het welslagen van de overname moet zo snel mogelijk worden gestart met het ondernemen van de stappen om de oorspronkelijke beweegredenen van de acquisitie vorm te geven.

6.4.2 Het afblazen van een acquisitie

In de praktijk gaan een aantal aangekondigde acquisities op het laatste moment alsnog niet door. Een deel daarvan vindt zichtbaar plaats in de media. Een waarschijnlijk nog veel groter deel aangekondigde overnames is echter voor het grote publiek nooit zichtbaar geweest en met stille trom weer afgeblazen. Men heeft over en weer gewikt en gewogen en gesprekken gevoerd, maar partijen blijken het in dat geval toch niet met elkaar eens te kunnen worden.

Als tijdens het proces de acquisitiecriteriën goed in acht zijn genomen, kan de reden voor het afblazen niet zijn dat de onderneming niet past in de strategie of dat niet voldaan is aan de belangrijkste criteria. Het afblazen van de acquisitie heeft dan meestal een meer triviale reden. Hoe groot het percentage van afgeblazen fusies is, valt moeilijk in te schatten omdat dit zich veelal buiten het gezichtsveld van de buitenwereld afspeelt. Wel kan een overzicht worden gemaakt van de meest voorkomende redenen om fusies en overnames op het laatste moment alsnog af te blazen.

Prijs

De prijs is bij uitstek een onderwerp waar in de loop van de onderhandelingen over en weer veel over wordt gesteggeld. De onderhandelingen kunnen op het laatste moment dan ook alsnog stuklopen op de prijs. Zo kunnen partijen verkeerd begrijpen als het gaat om een nadere definitie van de prijs en voorwaarden. Ook kan de uitkomst van het due diligence onderzoek consequenties hebben voor de uiteindelijke prijsbepaling of de overwegingen die daaraan ten grondslag liggen, hetgeen een uiteindelijk compromis in

de weg kan staan. Maar ook kunnen de aandelenkoersen in de loop van de onderhandelingen zijn gewijzigd hetgeen invloed kan hebben op de ruilverhoudingen.

Overige criteria

Ook wanneer de besprekingen al in een vergevorderd stadium zijn, kan de koper alsnog concluderen dat de over te nemen partij bij nader inzien toch niet voldoet aan de criteria die hij vooraf had gesteld. Dit kan zich in het bijzonder voordoen als bepaalde cruciale informatie pas laat in het proces wordt verkregen, zoals bijvoorbeeld commerciële informatie.

Lijk in de kast

Tijdens het onderzoekstraject naar de kwaliteiten van de over te nemen partij kunnen onverwacht 'lijken' uit de kast komen. Dit zijn de zogenaamde 'dealbreakers', die maken dat de transactie alsnog wordt afgeblazen. Het gaat in dit geval altijd om ernstige afwijkingen van wat de verkopende partij aanvankelijk presenteerde. Dit kunnen financieel zwakke onderdelen betreffen, rechtzaken uit het verleden, schulden, enz.. Lang niet altijd is de verkopende partij ook daadwerkelijk zelf op de hoogte van deze 'misstanden'. Vanwege de grote omvang van sommige ondernemingen blijkt lang niet alle informatie en gegevens transparant te zijn. 'Lijken in de kast' vinden dan ook vaak pas hun weg naar buiten tijdens een uitgebreid due diligence onderzoek.

Koudwatervrees

Sommige bedrijven voelen op het laatste moment angst om zich te binden of vrezen dat ze bepaalde gesignaleerde problemen bij de overnamekandidaat niet afdoende kunnen oplossen. Deze koudwatervrees is niet ongebruikelijk.

Stoelendans

De bekende 'stoelendans' is een van de redenen waarom fusies en overnames op het laatste moment alsnog stuklopen. Veel acquisities van grotere ondernemingen zijn gebaseerd op het verdelen van de functies.

Portefeuilles en verantwoordelijkheden worden dan 'eerlijk' en verstandig verdeeld. Men wikt en weegt belangenverhoudingen en machtsrelaties af, alvorens men tot overeenstemming komt. Dit is een gevoelig en ingewikkeld proces waar de nodige discussies over worden gevoerd. De stoelendans vindt echter niet zelden plaats binnen een krachtenveld van macht, eer en belangen.

Machtsstrijd

Tijdens een fusie of overnameproces komt tevens de vraag naar voren wie nu wie overneemt. Een fusie is in theorie wellicht een gelijkwaardig samengaan van twee partijen. In de praktijk blijkt een van beide partijen zich toch als de leidende partij te zien, ofwel de baas. Wanneer een grotere partij een kleinere overneemt, heeft deze eerste vaak ook nog een grotere groep hoger opgeleide medewerkers in huis die het liefst allen ergens in de top van de nieuwe, gefuseerde onderneming een plaatsje willen krijgen. Het machtsspel dat zich vervolgens ontspint, is nagenoeg onvermijdelijk en dient te worden uitgevochten voor de functies definitief kunnen worden verdeeld.

Arbeidsvoorwaarden

Ook komt het in de regel nogal eens voor dat de arbeidsvoorwaarden van de over te nemen onderneming en de koper verschillen. De koper wordt daarmee min of meer gedwongen de arbeidsvoorwaarden aan te passen.

Bovendien komen sommige bedrijven vlak voor de overname nog riante afvloeiingsregelingen overeen met het personeel. Regelingen waar de koper uiteindelijk financieel voor opdraait. Dit soort vooruitzichten kan maken dat kopers op het laatste moment alsnog besluitende fusie of overname niet te laten doorgaan.

ACM

Ook de Nederlandse toezichthouder ACM kan een streep zetten door een fusie of overname. Dat komt echter steeds minder voor.

De ACM voert de Mededingingswet uit. Zij ziet erop toe dat fusies, overnames en joint-ventures op de juiste wijze plaatsvinden. Gelukkig is het steeds beter mogelijk om vooraf te toetsen of de concentratie leidt tot belemmering van de concurrentie op de Nederlandse markt. Daardoor hoeft de ACM minder vaak in te grijpen. Dit ligt wat gecompliceerder bij de fusies binnen de Europese markt. Onder bepaalde voorwaarden zijn deze onderhevig aan een goedkeuring van de Europese Commissie. Dit is echter moeilijker vooraf te toetsen.

6.5 Acquisitiestrategie loont

6.5.1 Toegevoegde waarde van acquisitiestrategie

Er is al jaren een debat gaande over het economisch succes en de logica van overnames. Het algemene beeld is dat een groot deel van de acquisities mislukken. Schenk draagt in zijn artikel 'modaliteiten van puur strategische fusies' (2002) ook de redenen aan voor het mislukken van acquisities. Hij geeft aan dat er ondanks een goede strategie niet altijd een goede economie is bij overnames. Haspeslagh en Jemison gaven in 1991 al aan dat ondanks een goede voorbereiding vele acquisities niet de doelstellingen behalen die men voor ogen had.

Zij stellen dat de belangrijkste uitdaging voor het slagen van de acquisitie zijn:

- de consistentie met de bedrijfsstrategie;
- de kwaliteit van de acquisitiebeslissing;
- de mogelijkheid om te leren van eerdere acquisities;
- de integratie na overname.

Op integratie na een overname zullen wij in dit hoofdstuk niet ingaan, maar wel op de overige uitdagingen.

Consistentie met de bedrijfsstrategie

Een goede consistentie met de bedrijfsstrategie is belangrijk, zo menen Haspeslagh en Jemison. Met andere woorden; het wel of niet doen van een bepaalde acquisitie, alsook de aard van de acquisitie zelf, moeten in lijn zijn met hetgeen het bestuur voor ogen heeft met de onderneming. Een goed uitgewerkte acquisitiestrategie kan hier een zinvolle bijdrage aan leveren en vergroot op zijn minst de kans dat die consistentie met de bedrijfsstrategie ontstaat. Door het formuleren van de acquisitiestrategie denkt een organisatie immers goed na over welke redenen aan de acquisitie ten grondslag liggen. Ook zorgt een acquisitiestrategie ervoor dat de juiste criteria zijn geformuleerd die ten grondslag liggen aan de acquisities en kan de selectie van kandidaten nauwlettend plaatsvinden.

Kwaliteit van de acquisitiebeslissing

Ook de kwaliteit van de acquisitiebeslissing is van belang voor het welslagen van een acquisitie. Het is voor ondernemingen echter bepaald geen sinecure om die kwaliteit te kunnen garanderen. De besluitvorming bij acquisities is immers zeer complex. Dit komt doordat er een veelheid aan kwesties tegelijk speelt. De informatie wordt in een korte tijd verkregen en moet onder druk worden geanalyseerd. Er spelen bij de besluitvorming bovendien veel onzekerheden omdat de informatie eenzijdig wordt verstrekt door de verkopende partij. Maar ook zal een onderneming diverse veronderstellingen moeten doen ten aanzien van de toekomstige markt- en financiële ontwikkelingen, de organisatie et cetera. Doordat elke acquisitie op zichzelf staat is deze in die zin uniek. Er zijn dan ook geen eerdere precedentes om bij de besluitvorming op terug te vallen.

Door het stellen van de criteria en randvoorwaarden wordt het besluitvormingsproces aanzienlijk vereenvoudigd. De besluitvorming kan plaatsvinden aan de hand van de meetbare criteria en randvoorwaarden. Door het stellen van acquisitiecriteriën worden de problemen netjes opgeknipt. Per criteria kan vervolgens een besluit worden genomen

waardoor een bedrijf tijdens het acquisitieproces snel beslissingen kan nemen. Een acquisitiestrategie leidt kortom tot tijdwinst én tot een betere besluitvorming.

De mogelijkheid om te leren van eerdere acquisities

De vraag die zich voordoet is op welke wijze ondernemingen kunnen leren van het doen van meerdere acquisities. Kunnen er patronen ontstaan en ervaringen worden opgedaan waardoor de stappen in het acquisitieproces gemakkelijker kunnen worden doorlopen?

De wetenschap kent vele voorbeelden van studies die het leren van acquisities onderzochten, met gemengde resultaten alom. Uit onderzoek blijkt dat organisaties verkeerde dingen kunnen leren van het verleden of op zichzelf goede leerervaringen foutief toepassen. Dit kan bijvoorbeeld doordat de nieuwe acquisitiesituatie kenmerken vertoont die niet vergelijkbaar zijn met eerdere ervaringen. In de praktijk lijken ondernemingen die veel overnames doen echter wel baat te hebben bij de opgedane ervaringen.

Om de leerervaringen te borgen, lijkt ook in dit geval de acquisitiestrategie uitkomst te bieden. Wie bewust bezig is met het formuleren van een strategie, zal daarin al snel de valkuilen en struikelblokken uit het verleden meenemen en proberen te omzeilen. Wie daarentegen de opportuniteit volgt en ad hoc beslissingen neemt wat betreft het wel of niet doen van een acquisitie, heeft minder kans en gelegenheid de geleerde lessen uit het verleden bewust toe te passen.

6.5.2 Acquisitiestrategie: cruciale voorwaarde voor succes?

De vraag tot slot is of een acquisitiestrategie zinvol is en de kans op economisch succes direct positief beïnvloedt? Het antwoord op deze vraag is niet eenvoudig. Aan de ene kant is het waar dat onderzoekers tot nu toe nog geen harde verbanden hebben kunnen aantonen tussen het hebben van een strategie en het vergroten van het succes. Dit komt waarschijnlijk doordat er heel wat factoren zijn die meespelen vanaf het moment dat een acquisitiestrategie wordt geformuleerd tot het tijdstip dat de overname daadwerkelijk plaatsvindt. Bovendien is het nagenoeg onmogelijk om vast te stellen of een succesvolle overname het directe gevolg is van een goed geformuleerde strategie, of dat het falen te wijten is aan een verkeerde integratie van de overgenomen partij.

Aan de andere kant kunnen we niet anders dan concluderen dat 'waar het eten of gegeten worden' is, een goede acquisitiestrategie wel degelijk loont. Het hebben van een acquisitiestrategie voorkomt in de eerste plaats dat overnames impulsief plaatsvinden en niet op een consistente strategie zijn gebaseerd. Maar ook vergroot het onherroepelijk de slagingskans. Een bedrijf dat weet waarom hij wil overnemen, heeft immers meer kans dat de acquisitie ook daadwerkelijk een toegevoegde waarde biedt, dan een bedrijf dat slechts op basis van opportuniteit handelt. Een goede acquisitiestrategie kan bovendien leiden tot risicospreiding als de 'risk rewards' van de acquisities goed in kaart wordt gebracht en kan – zoals gezegd – de besluitvorming vereenvoudigen.

Desalniettemin biedt een acquisitiestrategie geen garantie voor het welslagen van een overname. Maar het biedt ondernemingen wél een houvast om goed beslagen ten ijs het acquisitieproces in te gaan en verder vorm te geven. Als je het doet, doe het dan goed, lijkt het credo.

Literatuur

Bartel, J.C.K.W., Frederikslust van, R.A.I., en Schenk, H. (2002) 'Fusies en Acquisities: Fundamentele aspecten van fusies en acquisities', Elsevier, Amsterdam.

Burger, E., Witteveen D. (1998), 'Acquisitiestrategie', Deloitte & Touche, Intelligence, Amsterdam.

- Haleblian, J., and Finkelstein, S. (1999), 'The influence of organisational acquisition experience on acquisition performance: a behavioural learning perspective'. *Administrative Science Quarterly*, 29-56.
- Haspeslagh, P., and Jemison, D.B. (1991), 'Managing Acquisitions', Free Press: New York
- Hayward, M.L.A. (2002), 'When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990-1995', *Strategic Management Journal*, 23: 21-39.
- Jansen, Ralph and Vijverberg, Maarten, 'Determinants of acquisition learnings, a study of Dutch corporate acquisition 1997-2002'.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976). 'Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Mueller, D., C. (1969), 'A theory of conglomerate mergers', *Quarterly Journal of Economics*, 83, 643-659.
- Roll, R. (1986), 'The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers', *Journal of Business*, 59 (2): 197-216.
- Schenk, H. (1996), 'Fusie-paradox, internationale concurrentiepositie, en overheidsbeleid', in G.C. van Geest, et al., eds., 'Fenomeen of fictie? Grote projecten breder beschouwd', Delft University Press, 134-145.
- Schenk, H. (2002) 'Fusies: omvang, reikwijdte en trends – een internationale inventarisatie', in J.C.K.W. Bartel, R.A.I. van Frederikslust, Schenk, H., 'Fusies en Acquisities: Fundamentele aspecten van fusies en acquisities', Elsevier, Amsterdam.
- Schenk, H., 'Modaliteiten van puur strategische fusies', in: Witteveen, A., M. Zegveld en A. van Witteloostuijn, eds. (2002), 'De Grote Lijn. Strategie en strategisch management', Schiedam: Scriptum, pp. 156-179.
- Schenk, H. (2005), 'Are International Acquisitions A Matter of Strategy rather than Wealth Creation?' Forthcoming in *International Review of Applied Economics*.
- Sudarsanam, P. S. (2003), 'Creating Value from Mergers and Acquisitions -The Challenges', FT Prentice Hall.
- Vermeulen, F., and Barkema, H. (2001), 'Learning through acquisitions', *Academy of Management Journal*, 44 (3): 457-476.
- Vijverberg, M. W.C. en Mooren, F., (2000) 'Onderhandelen bij de koop en verkoop van een onderneming', Kluwer, Amsterdam.
- Vijverberg, M. W.C. en Schoenmakers, I., (2002) 'Fusie en overname: ontzuisterende analyses en ervaringen uit de praktijk', Bert Bakker, Amsterdam.
- Vijverberg, M.W.C. en Jansen, R. (2007) 'Het leereffect van acquisities', *Fusie & Overname*, 1, 20-21, Amsterdam.