

EEN GESLAAGDE FUSIE- EN OVERNAMESTRATEGIE

Waardoor ontbreken schaalvoordelen?

Gérard Brockhoff en Guido Nienhaus

Bedrijven blijven fuseren en overnemen, hoewel grotere organisaties zelden beter presteren. Voordelen van schaalvergroting worden meestal niet gerealiseerd door onvoldoende samenhang, overdreven verwachtingen en tegenreacties uit de markt. Ook is een valkuil een gebrek aan draagvlak en een tegenvallende overnamesom.

Door de jaren heen is voor fusies en overnames schaalvoordeel een belangrijk argument: grotere organisaties zouden beter presteren door meer synergie en lagere kosten. Bijvoorbeeld door gezamenlijke verkoop, inkoop en overhead. Onderzoek bewijst echter steeds opnieuw: schaalvoordelen bestaan in de meeste gevallen niet. Grotere ziekenhuizen presteren bijvoorbeeld *niet* beter dan kleinere in kwaliteit of doelmatigheid. Hetzelfde zien wij in het bedrijfsleven, groter is doorgaans niet beter. Daarbij blijkt uit onderzoeken dat ten minste

de helft van de concentraties mislukt; na een fusie blijven de prestaties meestal achter bij andere bedrijven. Toch lijkt deze constatering intuïtief lastig te omarmen. Door bundeling kunnen per slot van rekening mensen, machines en gebouwen ogenschijnlijk beter worden ingezet.

Waardoor ontbreken schaalvoordelen precies? Het beeld dat ontstaat, is dat veel ondernemingen hun krachten bundelen met de verkeerde bedrijven zonder duidelijk synergie- of kostenvoordeel. Ofwel, grote bedrijven presteren veelal niet beter door ge-

Veel ondernemingen bundelen hun krachten met de verkeerde bedrijven

ringe samenhang tussen hun onderdelen. Veel organisaties verschillen sterk in businessmodel, markt of bedrijfscultuur, waar vooraf niet goed bij wordt stilgestaan. Ook schatten organisaties de schaalvoordelen te positief in en houden zij geen rekening met tegenreacties van klanten, concurrenten en leveranciers. Vaak hebben die grote aarzelingen bij schaalvergroting. Verder ontstaat onder medewerkers en aandeelhouders dikwijls weerstand tegen samenvoegingen. Dit kan de top ervan weerhouden om voorgenomen maatregelen ook daadwerkelijk uit te voeren. Tenslotte valt bij concentraties veelal de overnamesom tegen, waardoor ondernemingen dieper in hun portemonnee moeten tasten. Dit beeld wijst op concrete do's om een concentratie succesvoller te maken. Want

Succesvolle schaalvergroting

Do's	Advies
1. Voorbereiding	Bereid een fusie of overname vooraf beter voor door de analyse, strategie en aanpak grondiger tegen het licht te houden
2. Besluitvorming	Verbeter de investeringskeuze met een heldere businesscase, duidelijke criteria en een transparant beslissingsproces
3. Ervaring	Bouw ervaring op met fusies en overnames in de eigen organisatie, of haal tijdig extern de vereiste expertise aan boord
4. Ritme	Creëer een ritme in schaalvergroting door consequenter te sturen op een serie kleine in plaats van enkele grote overnames
5. Draagvlak	Betrek managers op sleutelposities in de organisatie vroegtijdig bij het fusie- of overnameproces tot en met de integratie



een betere analyse, strategie en aanpak lijken nodig om daadwerkelijk schaalvoordelen te kunnen behalen. Ook kan de investeringskeuze voor overnames zorgvuldiger en minder opportunistisch. Daarbij is een nieuwe combinatie kansrijker naarmate de top meer ervaring heeft met fusies en overnames of deze aan boord haalt – dikwijls mislukt schaalvergroting door onervarenheid. Naast ervaring zijn diverse kleine overnames te verkiezen boven een grote fusie, doordat deze minder complex zijn en eenvoudiger kunnen worden opgenomen. Zo doen succesvolle bedrijven liever geregeld kleine overnames dan één grote. Bovendien heeft schaalvergroting meer kans naarmate managers op sleutelposities beter worden betrokken bij de nieuwe strategie en organisatie.

Onvoldoende samenhang

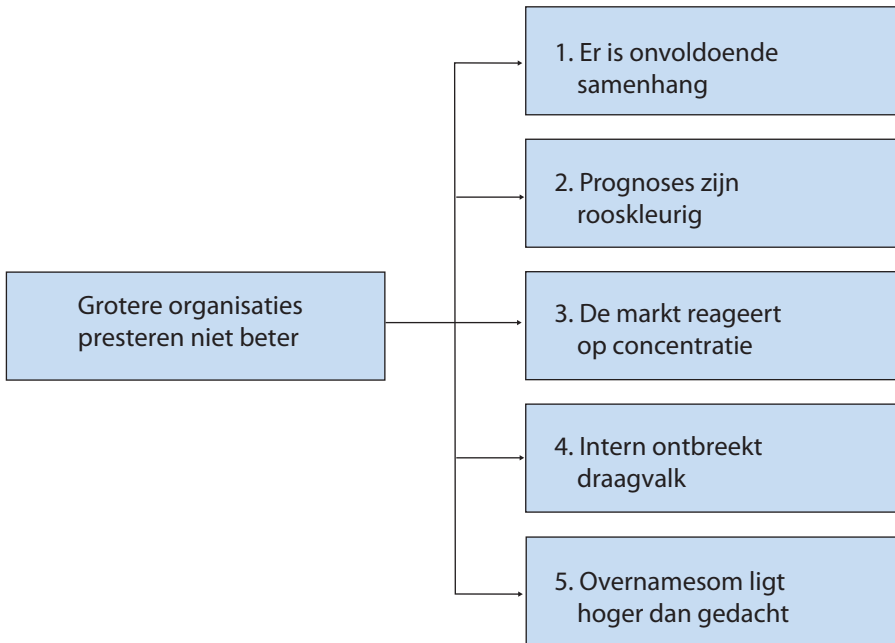
Schaalvergroting leidt niet tot betere resultaten, omdat er om te beginnen veelal simpel-

weg weinig raakvlakken zijn. De fusiepartners verschillen met andere woorden onderling te veel in hun strategie om zinvol samen te werken. Vaak bestaan er grote verschillen in het *businessmodel*, als bijvoorbeeld een productie- en dienstenbedrijf samengaan. De bedrijfsprocessen, infrastructuur en dynamiek zijn meestal zodanig anders dat een integratie de complexiteit alleen maar groter maakt en kostenvoordelen uitblijven. Zo gaat het in een kapitaalintensief productiebedrijf vooral om bezettingsgraad van machines, voorraden en investeringen, terwijl een arbeidsintensief dienstenbedrijf veeleer focust op de deskundigheid en inzetbaarheid van mensen. Als twee bedrijven met een verschillend businessmodel fuseren, blijven de bestaande organisaties daarom doorgaans intact en worden schaalvoordelen niet gerealiseerd. Behalve in het businessmodel verschillen fusiepartners ook geregeld in *afzetmarkten*. Zij bedienen bijvoorbeeld andere klantengroepen, werken via eigen distributiekanaalen of

opereren in andere landen. De verschillen kunnen heel groot zijn, of samenwerking leidt juist tot kannibalisatie van elkaars producten. Hierdoor betekent schaalvergroting zelden meer synergie of lagere kosten. Sommige combinaties in verwante markten kunnen door 'cross-selling' mogelijk wel hun omzetgroei versnellen, maar zij worden zonder kostenvoordelen niet noodzakelijkerwijs ook winstgevender – de fusie zorgt misschien voor meer groei, maar niet altijd voor betere prestaties. Daarom wordt een groot deel van de fusies in latere jaren weer ongedaan gemaakt.

Stork was geen uitzondering. Het complexe fusiebedrijf maakte textieldrukmachines en kippenslactmachines en deed het onderhoud van vliegtuigen en technische installaties. Twee uiteenlopende businessmodellen van productie en diensten in vier andere markten. Op aandringen van de aandeelhouders werd textieldruk deels verkocht en kwam de rest in 2008 in handen van

Waarom geen schaalvoordelen?



Candover. Deze Britse investeerder verkocht daarna de kippenslactmachines, waardoor alleen Fokker Aerospace en Stork Technical Services als dienstverlener overbleven. Daarna verkocht Candover de nieuwe onderneming door aan Arle Capital, werd een nieuwe directie aangesteld met als opdracht de organisatie verder te vereenvoudigen. Nu denkt het bedrijf erover om vanwege de geringe samenhang ook de overgebleven dienstverlenende activiteiten te splitsen.

Prognoses zijn rooskleurig

Ook als de samenhang er wel is, presteren grote organisaties niet per se beter dan andere bedrijven. Een valkuil is dat schaalvoordelen frequent worden overdreven, waarbij de verwachtingen te hoog gespannen zijn. Veel fusieorganisaties hebben een onjuist beeld van de werkelijke mogelijkheden. Een terugkerende oorzaak is een onvolkomen strategische en financiële analyse van het

werkelijke verbeterpotentieel. Fusies en overnames worden veelal gebaseerd op persoonlijke ambities en zijn gericht op 'deal-making', maar sluiten onvoldoende aan bij de realiteit – bij nieuwe combinaties mist de business-case veelal een goede onderbouwing. Zo zijn bedrijven veelal optimistisch over de voordelen van gezamenlijke inkoop, ICT en ondersteuning, waardoor zij de kostenbesparingen van onder meer bundeling, standaardisatie en leveranciersreductie overschatten. Zijn hoge verwachtingen de enige reden voor optimisme? Neen, net zo goed vergeten fusieorganisaties dat zij dikwijls ook kosten *toevoegen*. Bijvoorbeeld door extra managementlagen en ondersteuning. Hierbij gaat het om typische schaalnadeln: naarmate organisaties complexer worden, nemen coördinatiekosten toe. Zeker als de fuserende bedrijven zelfstandig blijven, betekent een bundeling in de praktijk meestal extra uitgaven aan een holding- en stafstructuur. Hierbij wordt naast de bestaande bedrijven een nieuwe centrale organisatie ingericht met de directievoering en ondersteuning – het bekende 'waterhoofd'-probleem. Schaalvergroting leidt daarmee tot meer kosten. Organisaties die meer synergie of lagere kosten nastreven, kunnen daarom beter veel alerter zijn op extra kosten in het toekomstige, complexere organisatie-model.

Bovendien zijn prognoses vaak positief door het inflexibele karakter van veel kosten. Fusieorganisaties baseren besparingen dikwijls op het verlagen van kosten die in de praktijk niet variabel zijn. Bijvoorbeeld personeels-, ICT- en huisvestingskosten blijken op korte termijn vaak niet te kunnen worden verlaagd, zij zijn erg vast door langlopende contracten. Bedrijven hebben immers doorgaans talrijke meerjarige contracten met wisselende doorlooptijden en opzegclausules. Of doordat

Zijn er nooit schaalvoordelen?

Hoewel schaalvergroting doorgaans geen voordelen biedt, bestaan er diverse sectoren waar groter veelal wél beter is. Het gaat om markten met activiteiten die zonder veel problemen en investeringen schaalbaar zijn zoals pensioenen, internetwinkels, banken en software. Kortom, waar de variabele kosten laag zijn en de kosten van de infrastructuur constant. Hierbij blijven de vaste kosten van zaken als ontwikkeling en administratie grotendeels constant, ongeacht het aantal klanten: hoe meer klanten, hoe meer kosten er kunnen worden gespreid. Onderzoek van AFM maakt bijvoorbeeld duidelijk dat de kosten van pensioenbeheer sterk variëren, maar dat kleinere pensioenfondsen doorgaans duurder zijn door hun beperkte omvang. Dat betekent dat er voor de deelnemers meer pensioen overblijft naargelang het fonds groter is. Schaal blijkt vooral belangrijk bij administratiekosten. Bij de kleinste pensioenfondsen zijn de administratiekosten circa twaalf maal hoger dan bij de grootste: pensioenbeheer verlangt een zekere minimale organisatiegrootte en sommige fondsen hebben hiervoor te weinig deelnemers. Veel kleine pensioenbeheerders zijn daarom al gefuseerd om het kostennadeel op te heffen.

**Dikwijls mislukt
schaalvergroting door
onervarenheid**

middelen zijn gekocht en een verkoop lastig is zonder veel water bij de wijn te doen. Kortom, besparingen die er van tevoren 'high level' op papier logisch leken uit te zien, vallen in de praktijk nogal eens tegen. Prognoses worden reëler door bij concentraties kritischer en gedetailleerder te kijken naar de flexibiliteit van de kosten: Hoe snel kunnen de geschatte kostenbesparingen daadwerkelijk worden gerealiseerd en wat zijn de precieze effecten op de cijfers?

Zeker in het geval van een fusieprotocol of garanties zijn de mogelijkheden beperkt om van de schaalvergroting te kunnen profiteren. Ondernemingen stellen een dergelijk protocol op om afspraken te maken over de organisatie na de krachtenbundeling. Bijvoorbeeld dat er in de eerste jaren geen ontslagen mogen vallen, bestaande fabrieken niet dichtgaan en beide verkooporganisaties intact zullen blijven. Dikwijls wordt in een fusieprotocol ook afgesproken dat de organisaties voor een bepaalde periode zelfstandig blijven met een eigen hoofdkantoor en toezichtmodel. Op die manier zijn de afgelopen jaren bijvoorbeeld in diverse regio's ziekenhuizen gefuseerd. Maar ook in het bedrijfsleven is een fusieprotocol niet ongebruikelijk. Hoewel zo'n protocol in veel gevallen begrijpelijk is, ondergraven deze afspraken wel de voordelen van de schaalvergroting en daarmee een belangrijk argument voor fusies en overnames.

De markt reageert op concentratie

Behalve weinig samenhang en rooskleurige prognoses worden schaalvoordelen herhaaldelijk overschat door een naar binnen gekeerde organisatiecultuur. Want de markt staat niet stil in de tijd dat bedrijven fuseren. Veel organisaties houden in hun strategie geen rekening met de reactie van klanten, terwijl schaalvergroting ook tot een kleinere marktaandeel kan leiden. Klanten worden steeds mondiger en calculerender en grotere organisaties kunnen door gebruikers als bedreigend worden ervaren. Bijvoorbeeld als organisaties te groot en anoniem worden, of

als de onderlinge relatie asymmetrisch wordt. Te meer omdat concentratie vaak gepaard gaat met veranderingen in het product en de klantenservice. Het gevolg is dat klanten sneller overstappen en organisaties veelal meer moeten uitgeven om klanten te behouden, of weer terug te winnen.

In 2008 ontstond het fusieziekenhuis Tergooi. Het plan was om de gezamenlijke specialismen, acute zorg en bedden te bundelen op een van beide locaties en op die manier voor cliënten de kwaliteit en kosten van de zorgverlening te verbeteren. Ook wilden de Gooise ziekenhuizen verregaand samenwerken.

Het leek een logische stap met twee ziekenhuizen in de regio en concurrentie van Amersfoort, Utrecht en Amsterdam. Maar de fusie leidde lokaal tot veel commotie over de voorzieningen in de betrokken gemeenten. Ook speelden er allerlei fusieperikelen in bestuur en automatisering. De herindeling kwam niet tot stand, alleen kindergeneeskunde, neurologie en geriatrie werden op één plek geconcentreerd. Na de fusie daalde het aantal behandelingen met zo'n tien procent, omdat mensen na alle tumult vaker voor een ander ziekenhuis kozen. Door de dalende opbrengsten kwam Tergooi al snel in de problemen.

Ook bij concurrenten blijft een respons vaak niet uit. Zo kan een krachtenbundeling voor een fusiegolf in de sector zorgen, waarbij door allerlei combinaties de markt in korte tijd consolideert. In het verleden zijn er in diverse markten verschillende fusiegolven geweest. Hierdoor verdampen de individuele fusievoordelen ten opzichte van andere aanbidders. Maar concentraties kunnen ook leiden tot prijsconcurrentie, omdat bij andere aanbidders de vrees ontstaat dat zij de slag anders gaan verliezen. Deze prijsdruk vermindert de marges en heeft een negatief effect op de schaalvergroting – de financiële voordelen worden tenietgedaan door lagere marges. Vooral bij defensieve fusies, waarbij bedrijven hoofdzakelijk samengaan om hun marktpositie te verdedigen, blijken nieuwe combinaties geregeld onbedoeld prijsdruk in gang te zetten.

In een biedingsstrijd is de winnende partij doorgaans de verliezer

Intern ontbreekt draagvlak

Hiervoor zagen we dat grotere organisaties doorgaans niet beter presteren door onvoldoende verbinding, overdreven verwachtingen en averechtse marktkrachten. Een andere valkuil is interne weerstand. Hierbij staan medewerkers op sleutelposities niet achter de nieuwe combinatie en strategie, zetten zij er zich evenmin voor in en werken zij nauwelijks samen met hun nieuwe collega's. Bijvoorbeeld bij het samenvoegen van het assortiment, het bundelen van productiecapaciteit, of het harmoniseren van arbeidsvoorwaarden. Het topmanagement kan zorgen voor een aanzienlijk grotere kans op een succesvolle fusie door vooraf veel beter na te denken over de exacte toekomstige samenwerking en de betrokkenen beter mee te nemen in de verandering. Bijvoorbeeld door vroegtijdig de mensen te betrekken bij het uitwerken van de nieuwe organisatie en aanpak.

In het bedrijfsleven kan ook een onvoorzien tegenvaller komen uit de hoek van de aandeelhouders met consequenties voor de veronderstelde schaalvoordelen. De doorgaans teleurstellende resultaten na een fusie of overname maken veel langetermijninvesteerders huiverig voor concentraties. Zo zijn overnames meestal vooral goed voor de verkopende aandeelhouders, niet voor de kopers. Voor aandeelhouders zijn de gevolgen nog groter als hun belang ook nog een keer verwatert bij een aandelenemissie om de financiële positie te versterken. De praktijk leert dat een mogelijke vlucht uit het aandeel het topmanagement voorzichtig maakt. Hierdoor worden gevoelige maatregelen veelal uitgesteld, of toch maar niet uitgevoerd. Bijvoorbeeld het verplaatsen van productie, of sluiten van een regiokantoor.

Veel bedrijven zijn gericht op de deal, niet op de integratie

Zo zag investeerder DASYM vorig jaar niets in een fusie tussen TMG en Wegener, omdat een concentratie onvoldoende kostenvoordelen zou opleveren. Liever nam de grootaandeelhouder van TMG afscheid van de regionale kranten als De Gelderlander en Eindhovens Dagblad en fuseerde de uitgever van De Telegraaf met bijvoorbeeld het FD, zodat twee sterke merken hun krachten zouden bundelen. Eerder had DASYM al kritiek op de strategische koers en leiding van TMG. Uiteindelijk verloor de top van de uitgever het vertrouwen van de aandeelhouders en stapte zij op. Want de voorkeur van DASYM is dat TMG investeert in internetactiviteiten die consumenten helpen om hun koopkracht te verbeteren zoals productenwijzers en veilingen. De investeerder, die ook zit in TomTom, Endemol en Zodiak, verwacht in veel internetsegmenten een consolidatieslag en ziet daar kansen voor TMG.

Overnamesom ligt hoger

Ten slotte onderschatten veel bedrijven doodeenvoudig de overnamesom. Ondernemingen geven in de praktijk meestal meer geld uit aan een overname dan gedacht. De voornaamste reden is dat zij bijna altijd een acquisitiepremie betalen in de vorm van een hogere koopsom. Deze premie kan oplopen tot dertig à vijftig procent van de bedrijfswaarde voor de bieding. Desondanks houden veel bedrijven vooraf onvoldoende rekening met deze premie. Bedragen lopen, opvallend genoeg, in het bijzonder op bij een kleinere overname en minder bij grote deals, blijkt uit onderzoek. Vermoedelijk is men bij grotere overnames kritischer op de waardering. Ook stijgt de overnamepremie meestal snel in een biedingsstrijd, waar partijen tegen elkaar opboksen om een andere onderneming over te nemen: in een bie-

dingsstrijd is de winnende partij doorgaans de verliezer.

Na een overnamestrijd nam TomTom in 2008 uiteindelijk kaartenmaker Tele Atlas over. Concurrent Garmin had eerder het bod van de Nederlandse producent van navigatiesystemen overtroffen, maar TomTom kwam met een fors hogere koopsom van 2,9 miljard euro als winnaar uit de bus. De onderneming had al bijna een derde van de aandelen in handen, Garmin bezat zelf een belang van vijf procent. Eerder was kaartenmaker Navteq overgenomen door het Finse Nokia. Sommige marktkenner spraken na de overname van een bijzonder hoge prijs die TomTom voor Tele Atlas betaalde, waardoor synergievoordelen vermoedelijk reeds in rook waren opgegaan. De dure overname kwam TomTom snel zwaar op de maag te liggen, de onderneming moest kort erna 1,1 miljard euro afwaarderen op de boekwaarde en belandde diep in de rode cijfers.

Bij de overnamesom vergeten veel bedrijven bovendien frictiekosten in te calculeren: de bruid blijkt vaak minder mooi. Bijvoorbeeld de afvloeiing van mensen, afkoop van verplichtingen en afboekingen op oude voorraden en oninbare vorderingen. Soms blijkt achteraf ook de innovatieportefeuille minder goed gevuld te zijn, het onderhanden werk te positief in de boeken te staan of te weinig voorzieningen getroffen te zijn. Vaak betalen bedrijven zo te veel als zij terugdeinzen voor een uitgebreid boekenonderzoek, een doorlichting brengt evenmin alles aan het licht. Meer synergie of lagere kosten raken daarmee snel uit zicht. Tegelijkertijd moeten ondernemingen omwille van mededinging weleens bedrijfsonderdelen afstoten om toestemming te krijgen. Deze desinvesteringen kosten geld en gaan ten koste van de schaalvoordelen.

Zo gaat de aangekondigde fusie tussen cementbedrijven Lafarge en Holcim samen met een aanzienlijke uitverkoop van bedrijfsonderdelen. Hiermee lopen de twee Franse en Zwitserse ondernemingen vooruit op verwachte

mededingsbezwaren. Het gezamenlijke marktaandeel bedraagt in de VS circa dertig procent en in diverse andere landen zelfs zestig procent. De desinvesteringen belopen zo'n vijf miljard euro, vooral Europese activiteiten worden door de nieuwe combinatie afgestoten. Door de concentratie ontstaat het grootste cementbedrijf in de wereld. De fabrikanten hebben samen 29 miljard euro omzet. Door de krachtenbundeling denken zij beter te kunnen inspelen op de afgenomen bouwproductie en daarmee vraag naar cement. De bedrijven schatten het synergiepotentieel in op 1,4 miljard euro.

Literatuur

- Alexandridis, G., e.a., 'Deal size, acquisition premia and shareholder gains', *Journal of Corporate Finance*, vol. 20, april 2013.
- Banal-Estañol, A., e.a., 'Merger failures', *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 20, nr. 2, 2011.
- Brockhoff, G., e.a., 'Schaalvoordelen kunnen strategie niet onderbouwen', *Holland Management Review*, nr. 126, 2009.
- Christensen, C., e.a., 'The new M&A playbook', *Harvard Business Review*, maart 2011.
- NZa, *Benchmark ziekenhuizen*, 2012.
- Schenk, H., 'The merger paradox: Determinants and effects', in Ch. Wankel (red.), *21st Century Management*, Sage Publications, 2008.
- Stimpert, J., e.a., 'Does size matter?', *Journal of Business & Economics Research*, vol. 9, nr. 3, 2011.

Gérard Brockhoff is strategieadviseur bij Adstrat Consulting en richt zich op groei- en heroriëntatievraagstukken van ondernemingen. Ook is hij auteur van *Witte raven* over Nederlandse high-performers. gbrockhoff@adstrat.com

Guido Nienhaus is corporate finance-adviseur bij Xence Finance en ondersteunt bedrijven bij fusies, overnames en financiering. nienhaus@xence.nl

 **Verdieping:** managementexecutive.nl
artikelcode: 0190

Het volledige artikel in de Management Executive Base gaat dieper in op de diverse redenen waarom grotere organisaties meestal niet beter presteren. Bijvoorbeeld bij een kostenmodel, retentiebonus of softwaresysteem. Ook worden meer voorbeelden van bedrijven beschreven.