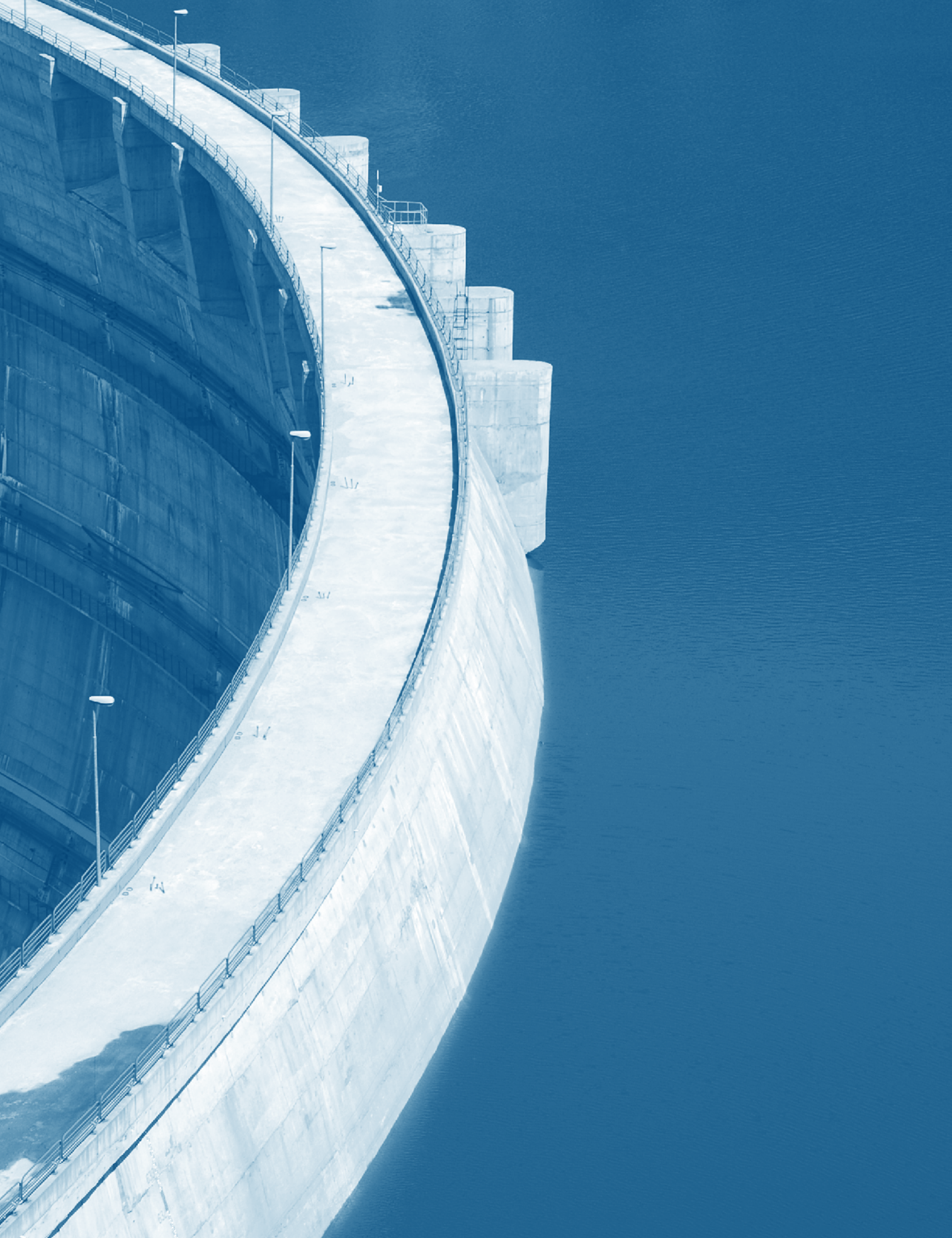




OVERNAMES DIE WÉL SLAGEN

J. Neely, John Jullens en Joerg Krings

FUSIES EN ACQUISITIES

Uit onderzoeksgegevens voor een periode van twaalf jaar blijkt dat superieure resultaten worden bereikt met fusies en overnames die vooral zijn bedoeld om capaciteiten in te zetten of te versterken.

In mei 2015 maakte het industriële conglomeraat Danaher de overname bekend van Pall Corporation, een fabrikant van biofarmaceutische en medische producten. Met veertien miljard dollar was dit zeker niet de grootste overname van het jaar. Toch trok de transactie de aandacht van de kenners op het gebied van fusies en overnames. Deze transactie is om twee redenen interessant. Om te beginnen kondigde Danaher aan dat Pall na de overname zou worden gesplitst: het ene deel zou zich toelagen op fabricage, het andere op *life sciences* en diagnostiek. Beide zouden beschikken over een uniek stelsel van capaciteiten. Ten tweede was dit de grootste transactie uit de geschiedenis van Danaher, een onderneming die bijzonder actief en competent is op het gebied van fusies en overnames. In de afgelopen dertig jaar heeft Danaher meer dan vierhonderd overnames gepleegd, en het is opmerkelijk hoeveel er daarvan goed hebben uitgekapt.

Danaher is zo succesvol in fusie en overname omdat het heel goed weet waar zijn kracht ligt – de aanpak van aanhoudende verbetering in het zogeheten Danaher Business System – en partijen overneemt die daarvan kunnen profiteren. Met andere woorden, Danaher laat zich bij fusie en overname leiden door capaciteiten en zet zijn capaciteiten in bij zijn vele overnames. Overnames van bedrijven die de capaciteiten van de nieuwe moeder benutten, maken de grootste kans een succes te worden. Dat geldt niet alleen voor Danaher, maar nagenoeg altijd voor iedere grote onderneming.

Dat is de belangrijkste conclusie die wij trekken uit

ons jongste onderzoek naar de invloed van bedrijfscapaciteiten op het succes van fusies en overnames. We hebben in ons onderzoek gekeken naar 540 grote internationale overnametransacties in negen verschillende sectoren aangekondigd tussen 2001 en 2012. Overnames waarbij de belangrijkste capaciteiten van de overnemen-partij werden ingezet, of waarmee deze onderneming nieuwe capaciteiten verwierf, brachten de belegger in de twee jaar na de transactie gemiddeld een significant beter rendement dan de lokale beursindex. Ook was het beleggingsrendement beter dan bij transacties die vanuit andere overwegingen werden gedaan. Over het geheel genomen leverden de door capaciteiten geïnspireerde transacties 14.2 procentpunt meer op aan samengestelde beleggingsgroei per jaar dan andere soorten transacties. Dit is zelfs nog meer dan toen we het onderzoek voor het eerst deden, in 2012, waarin we keken naar de transacties die plaatsvonden tussen 2001 en 2009. Het onderzoek van dit jaar was ook uitgebreider en omvatte honderden

transacties die niet waren meegenomen in het eerdere onderzoek (zie ook het kader ‘Over het onderzoek’).

Van *alle* transacties die we bekeken, hielp slechts de helft de overnemende partij de lokale beursindex te verslaan. Overnames gepleegd omwille van capaciteiten presteerden echter veel beter: ruim zes op de tien van die transacties leverden

een hogere beleggingsopbrengst op. Van de transacties waarbij *niet* was gekeken naar de capaciteiten (onze categorie ‘beperkte aansluiting’), versloeg daarentegen slechts een derde de lokale beursindex. Ondernemingen

R.J. REYNOLDS LIET
BIJ DE OVERNAME
VAN BWT ZIEN DAT
DE UITVOERING HET
KAN WINNEN VAN DE
STRATEGIE

die in de onderzochte periode bij uitstek succesvol waren met overnames, zoals Walt Disney en Abbott Laboratories, lijken impliciet te begrijpen dat het belangrijk is om zich bij fusie en overname te laten leiden door de capaciteiten en schaalgrootte op te bouwen rondom hun stelsels van capaciteiten. We bedoelen daarmee de drie tot zes dingen waarin ze heel goed zijn en waarmee ze waarde creëren voor klanten. Zelf zullen ze bij hun fusies en overnames misschien niet van ‘capaciteiten’ spreken. Maar uit de transacties die ze doen, blijkt dat deze ondernemingen heel goed beseffen waar ze al bijzonder goed in zijn – of zouden kunnen worden.

In ons overzicht van fusies en overnames onderscheiden wij drie categorieën: benutting (‘leverage’), aanvulling (‘enhancement’) en beperkte aansluiting (‘limited fit’). Bij *benutting* wordt een bedrijf overgenomen dat volgens de overnemende partij goed past bij haar bestaande capaciteiten. Een groot farmaceutisch bedrijf koopt bijvoorbeeld een kleinere concurrent om zijn marketingcapaciteiten uit te breiden in een therapeutisch gebied waarin beide partijen actief zijn. Bij *aanvulling* haalt de overnemende partij capaciteiten in huis die ze nog niet heeft en waarmee ze haar eigen stelsel van capaciteiten kan intensiveren. Van *beperkte aansluiting*, ten slotte, spreken we als de overnemende partij niet of nauwelijks

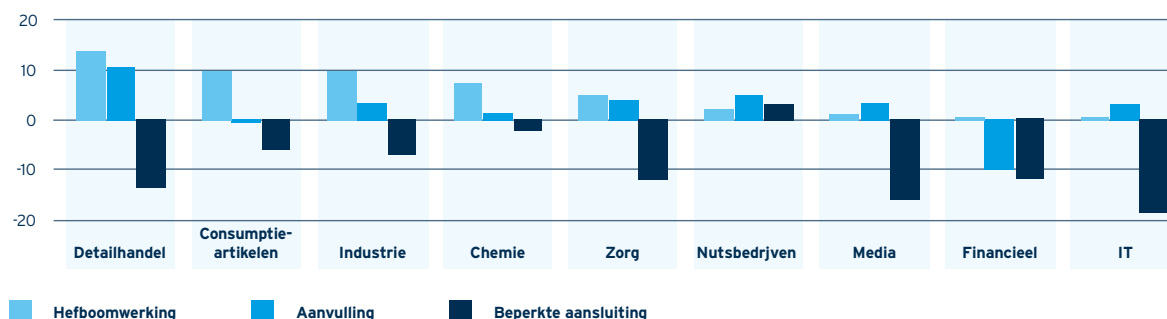
kijkt naar de capaciteiten: door de transactie worden de capaciteiten van de overnemende partij niet noemenswaardig verbeterd of toegepast. (Transacties passen eveneens in deze categorieën op grond van de oorspronkelijke doelen ervan; zie kader ‘Waar stuurt u op aan?’)

Aanvullende overnames zijn inherent complexer dan overnames waarbij capaciteiten worden benut. Maar als ze aanslaan, kunnen ze de overnemende partij een bijzonder hoog rendement opleveren. Neem Google’s overname van YouTube in 2006. Met een transactiewaarde van 1,6 miljard dollar was dit verreweg de grootste overname die Google ooit had gedaan. Met de aankoop van het destijds nog jonge platform voor filmpjesdelen begaf het zoekmachinebedrijf zich op onbekend terrein. Inmiddels zijn we bijna tien jaar verder. YouTube trekt tegenwoordig iedere maand ruim een miljard bezoekers en is als merk voor online-video nu minstens zo bekend als Google op het gebied van online zoeken. Er zullen nu niet veel mensen meer zijn die vraagtekens stellen bij de overname van YouTube door Google. In de sector informatietechnologie bleken aanvullende overnames (in de onderzoeksperiode) de overnemende partij zelfs nog een hoger beleggingsrendement op te leveren dan benutten- de overnames (zie figuur 1).

FIGUUR 1. DE KRACHT VAN CAPACITEITEN

In allerlei branches blijkt dat superieure resultaten worden behaald met overnames geïnspireerd door capaciteiten.

RENDEMENT VOOR DE AANDEELHOUDERS T.O.V. INDEX LOKALE MARKT, IN PROCENTPUNTEN



Gemiddeld rendement gebaseerd op rendement op jaarbasis op investering in de overnemende partij, twee jaar na de aankondiging van de transactie, vergeleken met de index voor de lokale beurs – hetzij het totale rendement voor de aandeelhouder of, bij ondernemingen die geen dividend uitkeren, de beurskoers vergeleken met de standen van een relevante index voor de overnemende partij.

Bron: Capital IQ; Strategy& analysis.

WAAR STUURT U OP AAN?

Als een onderneming een overname overweegt, dan is de belangrijkste vraag die men zich meestal stelt: waarom zouden we dit willen doen? Uit het onderzoek van Strategy& naar 540 transacties blijkt de verwerving van een product of productcategorie grenzend aan de eigen activiteiten nog steeds een populair motief te zijn voor een fusie of overname. Ook de mogelijkheid om het aantal directe concurrenten uit te dunnen (bedrijfstakingconcentratie) geldt duidelijk als zeer aantrekkelijk, net als de kans om een geografische markt aan te boren die in het verlengde lijkt te liggen van de eigen markt.

Wat de intentie ook is, transacties leveren meestal betere resultaten op als ze worden gedaan omwille van de capaciteiten.

Ons onderzoek heeft nadere inzichten opgeleverd over de resultaten die met verschillende soorten transacties worden geboekt, en ook over de verschillende manieren waarop ondernemingen met succes hun benadering kunnen kiezen.

AANVULLEND RENDEMENT

Net als in ons onderzoek van 2012 vertegenwoordigden de *aanvullende* overnames ('enhancement deals') een betrekkelijk klein deel van onze steekproef. Toch geven zij in het onderzoek van 2015 de grootste verbetering te zien ten opzichte van 2012: ze versloegen de beurs met gemiddeld 2,6 procentpunt. In ons onderzoek van 2012 versloegen aanvullende overnames de markt met een half procentpunt.

Een aanvullende overname is bedoeld om een capaciteit in huis te halen waarmee het eigen stelsel van capaciteiten kan worden versterkt. Dit type overname komt vooral veel voor in sectoren waar technologie of regelgeving sterk veranderen. In de door ons onderzochte periode werden de meeste aanvullende overnames (23 van de 60 in onze steekproef) gepleegd in de zorg, vooral in de VS, waar de concurrentie in de zorg toeneemt en de regelgeving verandert. Op plaats twee stond IT met

zestien aanvullende overnames, gevolgd door de mediasector met veertien transacties van deze categorie. In de mediasector hebben traditionele krantenuitgevers en televisiemaatschappijen sterk te lijden (in hun oplagen resp. kijkcijfers en advertentie-inkomsten) van de opkomst van internet en mobiele computertechnologie.

Een voorbeeld van een succesvolle en bijzonder grote aanvullende overname in de zorg was de acquisitie in 2006 van Caremark Rx door drogisterijketen CVS. De overnamesom bedroeg 25 miljard dollar. Caremark was als 'pharmacy benefits manager' gespecialiseerd in geneesmiddelen per postorder en werkte samen met onder meer multinationals. CVS meende de markt voor geneesmiddelen op recept beter te kunnen bedienen met zo'n partij aan boord. Het plan voor deze verticale integratie pakte goed uit: twee jaar na de aankondiging van de overname had een belegging in CVS twaalf procentpunt beter gerendeerd (in termen van het totale rendement voor de aandeelhouder [TSR] op jaarbasis) dan de S&P 500. Die premie ten opzichte van de beursindex is daarna zelfs nog verder gestegen: sinds 2008 is het aandeel CVS meer dan vier keer zo hard gestegen als de S&P 500. Ten opzichte van concurrenten zonder een dergelijke verticale integratie (Walgreens, Rite Aid en Express Scripts) heeft het aandeel CVS het zelfs nog beter gedaan.

Een voorbeeld van een succesvolle overname in de IT in de categorie 'aanvullend' is die van het Japanse Elpida Memory door Micron Technology uit de VS. Micron kocht Elpida in 2012 om expertise en productiecapaciteit aan te trekken in mobiele geheugenchips. Deze overname is buitengewoon succesvol gebleken: in de twee jaar volgend op de overname overtrof het TSR op jaarbasis van Micron de S&P 500 met 129 procentpunt. (Aanvullende overnames behoren tot de best renderende transacties van dit moment in Azië; zie kader 'Aanvullende overnames in Azië-Pacific: veel hogere rendementen'.)

In ons onderzoek hebben wij alleen gekeken naar de allergrootste transacties. Dat betekent vermoedelijk dat wij het aantal aanvullende overnames onderschatten en de risico's ervan te hoog inschatten. Veel aanvullende transacties tussen 2001 en 2012 zijn vermoedelijk buiten

GE'S BESLISSING OM
GE CAPITAL AF TE
STOTEN, IS IN WEZEN
EEN DESINVESTERING
INGEGEVEN DOOR
CAPACITEITS-
OVERWEGINGEN

beschouwing gebleven. Dat wil zeggen dat ze te klein waren om in dit onderzoek te kunnen worden opgenomen. Enkele van de meest actieve en succesvolle overnemende partijen van de afgelopen vijftien jaar zijn de Amerikaanse verzekeraar UnitedHealth Group, de Britse brouwer SABMiller en de Franse elektrotechnische handelsmaatschappij Schneider Electric. Zij hebben alle drie tal van kleinere overnames gepleegd om hun capaciteiten te versterken.

Ondernemingen die nadrukkelijk kijken naar capaciteiten, plegen afwisselend benuttende en aanvullende overnames om hun groei-doelstellingen te bereiken. Dat vraagt om een heel goed verhaal aan de belegger over het motief van een overname, want een aanvullende overname vereist unieke integratievaardigheden. Succes is hierbij geen kwestie van snel laaghangend synergiefruit oogsten. Men moet de tijd nemen om te bedenken hoe cultuurverschillen kunnen worden overwonnen, hoe belangrijke medewerkers kunnen worden vastgehouden, en hoe die kunnen worden geholpen om hun ideeën uit te venten in de grotere organisatie. (In het kader 'Waarom presteren aanvullende overnames niet beter?' stippen we nog enkele uitdagingen aan van deze transacties.)

AANVULLENDE OVERNAMES IN AZIË-PACIFIC: VEEL HOGERE RENDEMENTEN

In ons onderzoek vertoont Azië van alle werelddelen verreweg de beste resultaten met aanvullende overnames. Het jaarlijkse totaalrendement voor de aandeelhouder (TSR) van overnames in onze categorie 'aanvullend' lag in Azië-Pacific gemiddeld maar liefst 26 procentpunt boven dat van de overnames in de categorie 'beperkt aansluitend'.

Dat komt doordat de ondernemingen in Azië-Pacific, en in het bijzonder de ontwikkelingslanden in die regio, nog een lange weg te gaan hebben in de ontwikkeling van hun capaciteiten. Een Amerikaanse industriële onderneming boekt met een overname in Europa vermoedelijk niet veel winst in bedrijfsprocessen of marketingexpertise. Dat ligt anders voor een onderneming in China, Indonesië, Maleisië of Thailand. Vooral Chinese bedrijven zijn de afgelopen jaren zeer actief geweest op het overnamepad. Zij kochten middelgrote Europese bedrijven die nog steeds last hadden van de

gevolgen van de financiële crisis van 2008 maar wel beschikten over veel geavanceerde technologie en goede technici.

Bedrijven in de zich ontwikkelende delen van Azië hebben nog een lange weg te gaan voordat ze de internationale norm voor capaciteiten, zogezegd, bereiken. Met een overname van een westers bedrijf kunnen zij in dat opzicht een belangrijke stap voorwaarts zetten. Dat verklaart ook vooral waarom het grootste bouwbedrijf van China, Sany Heavy Industry, in 2012 de Duitse fabrikant van hoogwaardige industriële pompen Putzmeister overnam.

Andere in het oog springende interregionale transacties van de afgelopen jaren waren onder meer de overname van Jaguar Land Rover in 2008 door het Indiase Tata Motors, de overname van Volvo in 2010 door Geely uit China, en het aandeel dat de Chinese Dongfeng Motor Corporation in 2014 nam in PSA Peugeot Citroën. Bij al deze transacties was aanvulling van capaciteiten een belangrijk element.

Aanvullende transacties

Aantal aanvullende transacties in het onderzoek: 119 (22 procent van alle onderzochte transacties)

Deel daarvan dat een beter beleggingsresultaat opleverde dan de lokale beursindex: 61 procent

Beste aanvullende transactie:* de overname van Elpida Memory door Micron Technology in 2012

Premie van het tweejarig TSR** op jaarbasis t.o.v. de lokale beursindex: 129 procentpunt

Capaciteiten benuttende transacties

Aantal benuttende transacties in het onderzoek: 223 (41 procent van alle onderzochte transacties)

Deel daarvan dat een beter beleggingsresultaat opleverde dan de lokale beursindex: 64 procent

Beste aanvullende transactie: de overname van Summit Entertainment door Lionsgate Entertainment in 2012

Premie van het tweejarig TSR** op jaarbasis t.o.v. de lokale beursindex: 79 procentpunt

Transacties met beperkte aansluiting van wederzijdse capaciteiten

Aantal beperkt aansluitende transacties in het onder-

zoek: 198 (37 procent van alle onderzochte transacties)

Deel daarvan dat een beter beleggingsresultaat opleverde dan de lokale beursindex: 33 procent

Beste aanvullende transactie: de overname van Brown & Williamson Tobacco door R.J. Reynolds Tobacco in 2003

Premie van het tweejarig TSR** op jaarbasis t.o.v. de lokale beursindex: 42 procentpunt

* 'Beste': hoogste premie in tweejarig TSR op jaarbasis t.o.v. lokale beursindex.

** TSR: totale rendement voor de aandeelhouder

CAPACITEITEN BENUTTEN

De meeste transacties gericht op capaciteiten zijn van het benuttende type ('leverage deals'). Welke periode men ook kiest, er zijn al gauw twee keer zoveel grote transacties van dit type als van het aanvullende type. In de door ons onderzochte periode was de benuttende overname ook het meest consequent succesvol: de beleggingswinst overtrof de beursindex met 5,4 procentpunt (samengesteld rendement op jaarbasis) en de beperkt aansluitende transacties ('limited fit') met ongeveer vijftien procentpunt.

Een van de betere capaciteiten benuttende transacties ('leverage deals') in ons onderzoek was de overname in 2011 van Foster's Group uit Australië door het Britse SABMiller. SABMiller zag een kans om het prestatieniveau te verbeteren bij Foster's, dat zowel in bier als wijn handelde en daardoor op geen van beide terreinen een strakke koers voer. (Foster's verkocht zijn wijnbedrijf kort voordat de transactie met SABMiller werd afgerond.) Door deze transactie overtrof het tweejarig TSR op jaarbasis van SABMiller de relevante beursindex met zeventien procentpunt. Een andere succesvolle transactie van het benuttende type door een westerse overnemende partij (premie van 41 procentpunt) vond plaats in onze categorie 'industrie': de overname van Dollar Thrifty door Hertz Global Holdings, dat hiermee zijn positie op luchthavens uitbreidde en zijn aanbod in het middensegment van de autoverhuur versterkte.

Capaciteiten benuttende transacties hebben door hun aard vooral dan zin, wanneer ondernemingen met relatief sterke capaciteiten de over te nemen producten en

diensten kunnen integreren in hun geavanceerde, goed draaiende systemen. Grote transacties van dit type vonden in de onderzochte periode vooral plaats in de chemie, de financiële dienstverlening en de sector consumentenproducten. In de detailhandel werden er de hoogste rendementen mee behaald. Dit type transactie levert in de ontwikkelde landen doorgaans hogere rendementen op dan in de zich ontwikkelende gebieden, zoals Azië-Pacific. Dat komt doordat veel ondernemingen in de zich ontwikkelende landen hun stelsels van capaciteiten nog moeten afbakenen. (Het aantal grote transacties van het benuttende type door ondernemingen uit Latijns-Amerika, Afrika en het Midden-Oosten was te gering voor een zinvolle vergelijking.)

Een uitzondering op de westerse dominantie in de benuttende overnames was de acquisitie in 2010 van Titan Chemicals Corporation uit Thailand door Honam Petrochemical uit Zuid-Korea. Honam breidde hiermee zijn portfolio van ethyleen- en propyleen-gerelateerde producten uit. Ook versterkten de Koreanen met deze overname hun presentie in de zich ontwikkelende markten van Azië. Als Zuidkoreaans bedrijf heeft Honam (dat in 2013 met landgenoot KP Chemical fuseerde tot Lotte Chemical Corporation) echter meer gemeen met westerse bedrijven dan met bedrijven uit zich ontwikkelende markten. Het hoge rendement dat de overname van Titan de onderneming bezorgde, is daarom wat minder verrassend.

WAAROM DOEN AANVULLENDE TRANSACTIES HET NIET BETER?

Waarom leveren aanvullende transacties niet zulke goede resultaten op als benuttende transacties? Kijkend naar het totale rendement voor de aandeelhouder (TSR) is het grootste verschil, twee jaar na de transactie, de koers-winstverhouding per aandeel van de overnemende partij. Het onderzoek van Strategy& laat zien dat een transactie altijd een drukkend effect heeft op de koers-winstverhouding, maar dat het negatieve effect groter is wanneer de overnemende partij nieuwe capaciteiten in huis haalt. Dit komt misschien omdat overnames van dit type complexer zijn en moeilijker tot een succes kunnen worden gemaakt. Hoe dan ook, de conclusie lijkt gewettigd dat een aanvullende over-

name niet alleen vraagt om een degelijke integratie-inspanning, maar ook om een goed verhaal: iedereen – ook de beleggers – moet goed begrijpen waarom de overname wordt gedaan.

OVERNAMES MET BEPERKT AANSLUITENDE CAPACITEITEN

In theorie hebben we niet veel positiefs te melden over transacties die niet vanuit het oogpunt van de capaciteiten worden gepleegd ('limited fit'). Dergelijke transacties lijken doorgaans een negatief rendement op te leveren (ten opzichte van de lokale beursindex). Dat was in ons onderzoek namelijk het geval bij twee op de drie transacties van dit type. Dit geldt voor alle regio's en voor alle sectoren. Ook is het lastig om een slechte aanvullende overname te onderscheiden van een beperkt aansluitende overname. Als een overnemende partij zich misrekent, kan een transactie bedoeld om belangrijke nieuwe capaciteiten in te lijven er uiteindelijk uitzien als een transactie waarbij de wederzijdse stukken van meet af aan niet bij elkaar pasten.

Sommige bedrijfstakken deden het (in de door ons onderzochte periode) echter iets beter met dit type transactie dan andere. De nutssector (elektriciteit en gas) behaalde als enige een positief rendement met de transacties uit de categorie 'beperkt aansluitend'. Chemische bedrijven deden het daarna het beste; een kanttekening daarbij is wel dat zij van alle sectoren behalve de gezondheidszorg het minst kozen voor dit type transactie.

Een transactie met beperkt aansluitende capaciteiten ('limited fit') kan succesvol zijn wanneer er sprake is van een groot concentratiepotentieel. Dat wil zeggen dat er overlap is tussen de overnemende partij en de overnamekandidaat. Bovendien kan er synergie worden behaald in bijvoorbeeld de inkoop, of door grote kostenposten te elimineren. Dat was zeker het geval bij de overname van Brown & Williamson Tobacco door R.J. Reynolds Tobacco, nu ruim tien jaar geleden. Twee jaar na de overname had het TSR op jaarbasis van R.J. Reynolds de S&P 500 met 42 procentpunt

verslagen. R.J. Reynolds kon door deze overname veel synergiewinst boeken op het hoofdkantoor, in de verkoop en in de productie. In totaal werden kostenbesparingen behaald van zeshonderd miljoen dollar per jaar. Een succesvolle transactie van het type 'beperkte aansluiting' is per definitie geen capaciteitenverhaal. Maar het laat wel zien dat de uitvoering het bij een bedrijf kan winnen van de strategie.

OVER HET ONDERZOEK

In ons onderzoek hebben we gekeken naar de zestig grootste transacties (afgemeten aan de overnamesom) tussen 2001 en 2012 in elk van negen sectoren: chemie, consumptieartikelen, nutsbedrijven voor elektriciteit en gas, financiële dienstverlening, gezondheidszorg, industrie, IT, media en de detailhandel. De allergrootste transactie van de hele steekproef was de overname in 2001 van Wyeth door Pfizer voor 79,6 miljard dollar, de kleinste die van Trade Me Group door John Fairfax Holdings in 2006.

Om het resultaat van deze 540 transacties te meten, keken we naar het totale samengestelde rendement voor de aandeelhouder op jaarbasis ('total shareholder return', of TSR) – dus de beurskoers plus het uitgekeerde dividend – in de twee jaar direct volgend op de aankondiging van de acquisitie. Dat vergeleken we vervolgens met de samengestelde jaarlijkse groei van het TSR voor de beursindex voor grote ondernemingen in het land van de overnemende partij.* Als een onderneming geen dividend uitkeerde, was het TSR gelijk aan de verandering in de koers van aandeel.

Een onderzoek als dit is voor een deel gebaseerd op een subjectief oordeel: de classificatie van de intenties waarmee de transacties zijn aangegaan, en in het bijzonder de inschatting in hoeverre de beide partijen in een transactie bij elkaar pasten. Om daar een uitspraak over te doen, keken we naar aankondigingen van de onderneming, de berichtgeving in de media over de transactie en de rapportage aan de SEC.** Uiteindelijk lieten we ons bij de keuze van de categorie waarin een

DOOR ACTIVITEITEN
TE BEZIEN DOOR DE
'BRIL' VAN BEDRIJFS-
CAPACITEITEN, KAN
OOK WORDEN BEPAALD
WAT MOET WORDEN
AFGESTOTEN

transactie paste – benutting dan wel aanvulling van capaciteiten of beperkt aansluitende capaciteiten – leiden door ons eigen oordeel, onze analyse en onze ervaring met de ondernemingen in kwestie.

Sommige transacties leken verscheidene doelen te hebben; dan waren ze bijvoorbeeld bedoeld om zowel capaciteiten te benutten als aan te vullen. Deze stoppen we in de categorie die naar ons idee het beste paste.

In de steekproef van 540 ondernemingen voor het onderzoek van dit jaar zaten 252 transacties die we ook in ons vorige onderzoek over dit onderwerp, in 2012, hebben bekeken. De overige 288 transacties bekeken we voor het eerst.

* In dit onderzoek zijn onder meer de volgende benchmark-indices gebruikt: S&P 500 (VS), FTSE 100 (VK), CAC 40 (Frankrijk), DAX (Duitsland), KOSPI Index (Azië).

** SEC: U.S. Securities and Exchange Commission – de Amerikaanse toezichthouder op de effectenhandel (vert.)

BLIJF FLEXIBEL

De ondernemingen die zich bij hun transacties zeer nadrukkelijk laten leiden door overwegingen met betrekking tot de bedrijfscapaciteiten, kiezen niet voortdurend voor hetzelfde type transactie. Zij plegen zowel benuttende als aanvullende overnames, afhankelijk van de groei die zij denken te kunnen bereiken in hun bestaande markten en met hun bestaande stelsel van capaciteiten.

Een voorbeeld is Disney, dat duidelijk succes heeft geboekt met overnames. Disney heeft in de afgelopen vijftien jaar nu eens gekozen voor een benuttende, dan weer voor een aanvullende overname. De overname van Pixar in 2006 had een aanvullend karakter: die verschaftte Disney een veel diepere kennis van computernimatie, iets waar het concern zelf tot dan toe niet sterk in was. De overname van Marvel Entertainment (aangekondigd in 2009) was van het benuttende type: deze bezorgde Disney een stel nieuwe figuren die konden worden ingezet in film en televisie en in de pretparken. In 2012 deed Disney weer een aanvullende

overname toen het LucasFilm kocht. Het motief daarvoor waren niet alleen de rechten op Star Wars, maar ook de toonaangevende technologie voor animatie en visuele effecten van het kleinere LucasFilm.

Bij een overname van de omvang van Disney is het soms lastig om te bepalen hoe belangrijk een vrij kleine overname is in vergelijking met andere beslissingen en maatregelen die het management neemt. (Toen ze werden aangekondigd, vertegenwoordigden de bovengenoemde transacties elk nog geen tiende van de ‘enterprise’-waarde van Disney.) De transacties hebben Disney echter geholpen om zichzelf een nieuw aanzien te geven en te versterken. Het aandeel Disney versloeg de beursindices in de twee jaar na de aankondiging van deze drie transacties; en op het moment dat wij dit schrijven, ligt de koers niet ver onder het historisch record.

De ‘bril’ van de bedrijfscapaciteiten verschaft een onderneming niet alleen een scherpere blik op overnamemogelijkheden. Vanuit deze invalshoek kan ook beter worden bepaald wat *niet* bij de onderneming past – en dus zou moeten worden afgestoten. De gedachte achter desinvesteren op grond van de capaciteiten is simpel: schrap bedrijfsmiddelen die niet passen bij de dingen waar de onderneming heel goed in is. Ook al gaat het om winstgevendende bedrijfsonderdelen, ze belemmeren een onderneming om optimaal rendement te halen uit haar stelsel van capaciteiten. Uiteindelijk gaat het erom, meer te investeren in de bedrijfsmiddelen (activa) die goed passen bij de capaciteiten van de onderneming, zodat het potentieel daarvan volledig kan worden waargemaakt.

Begin 2015 maakte General Electric bekend dat het zijn financieringsmaatschappij GE Capital zou gaan afstoten. Dit is in wezen een desinvestering ingegeven door capaciteitsoverwegingen. Er is in dit geval zeker geen sprake van een gebrek aan benodigde capaciteiten op het gebied van lenen en kredietverstrekking. Financiële instellingen hebben tegenwoordig te maken met veel strengere regelgeving en controle door toezichthouders. In dit klimaat vasthouden aan de financieringsmaatschappij zou bij GE de aandacht afleiden van de technische capa-

ONDERNEMINGEN DIE BIJ FUSIE EN OVERNAME NADRUKKELIJK KIJKEN NAAR CAPACITEITEN, BEPERKEN ZICH NIET TOT SLECHTS ÉÉN TYPE TRANSACTION

citeiten die het hart van de onderneming vormen. Bij het beantwoorden van de vraag welke van haar capaciteiten onmisbaar zijn en welke niet, zou iedere onderneming moeten inspelen op veranderingen in de markt. De fusie- en overnamestrategie moet daaraan worden aangepast.

Toen Danaher in 2015 de overname van Pall bekend maakte, belegde het topmanagement van die onderneming nog dezelfde dag een conference call met de analisten van Wall Street om de transactie te bespreken. Daarbij werd ook uitgelegd waarom Danaher na de overname zou worden gesplitst in twee aparte bedrijven: een zorgbedrijf genaamd Danaher en een fabrikant van industriële producten waarvoor nog een nieuwe naam moest worden bedacht. De structuur van de onderneming zou wel veranderen, maar de fundamentele aanpak zou hetzelfde blijven. De managers van Danaher verzekerden de beleggers dat de beide nieuwe ondernemingen nadrukkelijk zouden blijven werken met het Danaher Business System om waarde te creëren voor de klant en rendement voor de aandeelhouder.

Wat de splitsing zelf betreft: doordat er twee aparte bedrijven worden gecreëerd, ontstaan er twee duidelijk verschillende stelsels van capaciteiten. De top van Danaher zei dat vooral was besloten tot de splitsing om sommige bestaande activiteiten waarvoor niet veel fusiekapitaal voorhanden was, zichtbaarder te maken. Ook na de splitsing zal Danaher fusies en overnames blijven inzetten om te groeien. Geen wonder, als we bedenken hoeveel succes zij er in de loop der jaren mee hebben gehad.

Literatuur

Adolph, G., C. Mainardi & J. Neely (2012). The Capabilities Premium in M&A. *Strategy+Business*, Spring. (Verslag van het oorspronkelijke onderzoek over dit onderwerp, dat liet zien dat overnames die de sterke kanten van een ondernemingen aanvullen of benutten stelselmatig betere resultaten opleveren dan andere transacties.)

Favaro, K. (2014). How IKEA, Disney, and Berkshire Hathaway Succeed with Adjacencies. *Strategy+Business*, 11 maart. (Veel 'adjacency moves' mislukken omdat er om de verkeerde redenen toe wordt besloten.)

Mainardi, C. (2014). Becoming a Capable Company. *Strategy+Business*, 29 april. (Concurrentievoordeel is tijdelijk, maar de identiteit van de onderneming verandert maar langzaam. Wie raad weet met die paradox, zit op het spoor naar succes.)

Nahass, G. (2014). Deals That Transform Companies. *Strategy+Business*, Summer. (Hoe het businessmodel kan worden veranderd met integra-

tie van M&A.)

(Voor meer reflectie over dit onderwerp, zie: strategy-business.com/strategy_and_leadership)

Over de auteurs

De auteurs zijn verbonden aan adviesorganisatie Strategy&: J. Neely (j.neely@strategyand.pwc.com) werkt vanuit Cleveland (Ohio, VS), J. Jullens (john.jullens@strategyand.pwc.com) vanuit Detroit (Michigan, VS) en J. Krings (joerg.krings@strategyand.pwc.com) vanuit München (BRD).

'Deals that Win', by J. Neely, John Jullens, and Joerg Krings, reprinted with permission from the Autumn 2015 issue of *strategy+business* magazine, published by PwC Strategy& Inc. © 2015 PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. www.strategy-business.com. Vertaling: Raymond Gijssen.