

## STRATEGIE

# HELFT VAN EUROPESE OVERNAMES MISLUKT...

Zowat de helft van de fusies en overnames in Europa mislukt omdat de verhoopte waardecreatie uitblijft of omdat er sprake is van een negatief effect op de rendabiliteit. Dat leert een studie van Katrien Craninckx en Nancy Huyghebaert van de Katholieke Universiteit Leuven (KUL). In een gesprek geven beide onderzoekers concrete tips voor een succesvolle overname. De onderzoekers namen voor hun studie de overnames van 267 beursgenoteerde en 336 niet-beursgenoteerde doelondernemingen of 'targets' onder de loep. Het ging daarbij enkel om Europese deals buiten de financiële sector. De onderzochte overnames vonden plaats tussen 1997 en 2006.

**Gebrek aan waardecreatie via de aandelenkoers is niet de enige indicatie voor een mislukkende overname. Andere tekenen zijn een negatief effect op de operationele resultaten.**

## Weinig waardecreatie

"Ons uitgangspunt was nagaan hoe beleggers reageren op overnames en of dit voorspellende kracht heeft voor het nadien al dan niet mislukken van de transactie", aldus Huyghebaert. 'Initieel is die reactie doorgaans positief, zowel voor de overnemer als voor het overgenomen bedrijf. Dat is een verschil met de resultaten van Amerikaanse studies, waar het effect op de koers van de overnemer initieel eerder negatief is," zeggen zij.

"Op langere termijn blijkt echter dat veel transacties er niet in slagen waarde te creëren en dat zij een abnormaal negatief rendement halen. Dan kunnen we spreken van een gefaalde overname."

Gebrek aan waardecreatie via de aandelenkoers is evenwel niet de enige indicatie voor een mislukte overname. Andere tekenen zijn een negatief effect op de operationele resultaten van het bedrijf (de ebitda of bedrijfskasstroom) en de beslissing van de overnemer om snel weer afstand te doen van meer dan 50% in het overgenomen bedrijf.

"We vonden dat ongeveer de helft van de Europese fusies en overnames geen waarde voor de aandeelhouders van de gecombineerde onderneming konden creëren binnen een tijdspanne van twee tot drie jaar", aldus Craninckx. "We zagen ook dat twee jaar na de deal 30 tot 40% van de transacties resulteerde in een lagere bedrijfskasstroom. Toch besliste de overnemer slechts in minder dan 10% van de gevallen om zijn meerderheidsbelang in het overgenomen bedrijf weer af te stoten. Dat kan erop wijzen dat een gunstig economisch klimaat sommige overnemers deed beslissen om ondanks de negatieve waardecreatie hun investeringsstrategie niet te wijzigen."

## Huiswerk

Wil dit zeggen dat beleggers de neiging hebben overnamedeals initieel fout in te schatten? "Neen. Onze studie toont duidelijk aan dat hoe slechter de beleggers reageren op de aankondiging van een overname, hoe groter de kans dat die overname achteraf ook faalt. Er is dus wel een duidelijk verband."

Een andere conclusie zou kunnen zijn dat nogal wat overnemers hun huiswerk niet grondig genoeg maken alvorens toe te slaan. "Dat zou inderdaad kunnen, maar dat besluit is toch een wat voorbarig."

Waar loopt het dan wel fout?

"Dat zijn we nu aan het onderzoeken", zegt Craninckx. "Puur intuïtief denk ik dat de verklaring bij een mank integratieproces ligt. Dat zeggen overigens ook onze contacten in het bedrijfsleven. Maar nogmaals, die resultaten moeten nog uit het onderzoek komen."

Waarom loopt het integratieproces vaak niet zoals het zou moeten? "Ik denk dat het een combinatie van factoren is", meent

Craninckx. "Uit eerdere onderzoeken blijkt vooral dat het fors onderschat en dan ook onvoldoende voorbereid wordt. Al te vaak sluit men eerst de deal en wordt pas daarna over de integratie nagedacht, als het eigenlijk al te laat is. Het blijkt ook moeilijk om de focus te houden. Die is er aanvankelijk wel, maar dat verandert naarmate de tijd verstrijkt. Zeker wanneer het management het gevoel heeft dat de doelstellingen wel zullen gehaald worden. Daarom pleiten wij ervoor om het integratieproces continu te evalueren, bijvoorbeeld door na te gaan in hoeverre de strategische doelstellingen gehaald worden en de verwachte synergieën ook echt gerealiseerd worden."

Welke lessen kunnen bedrijven uit de studie trekken? "De belangrijkste les is wellicht: the market cannot be fooled. Investeerders blijken dikwijls een goed idee te hebben van wat er in een bedrijf aan de hand is. Als de initiële reactie van de beleggers negatief is, moet het management zich goed beraaden over wat nodig is om de overname toch te doen slagen."

## Cash

Een andere les: deals die volledig betaald worden in cash, hebben een grotere slaagkans. Dat is in Europa 50% van de deals, terwijl in de VS meer met aandelen betaald wordt. In die gevallen blijkt dat de overnemer minder snel zijn meerderheid in het overgenomen bedrijf weer afstoot. "Mogelijk worden enkel deals met grotere kansen op succes volledig in cash betaald. Maar ook de bron van de cash blijkt belangrijk", nuanceren de onderzoekers. En betalen in cash heeft ook nadelen. Zo blijkt in die gevallen het risico groter dat bepaalde investeringen, al dan niet in kernactiviteiten, moeilijk of niet kunnen gerealiseerd worden.

Een van de belangrijkste voorwaarden voor een geslaagde overname, is een duidelijke doelstelling. "In principe mag er maar één doel zijn: meerwaarde realiseren. Om het simpel te zeggen: één plus één moet meer dan twee zijn. Helaas zijn overnames nogal eens het gevolg van kuddedgedrag of van de ambities van een management dat zijn bedrijf graag ziet groeien. Dikwijls is de

drijfveer trouwens niet strategisch, maar het feit dat zich plots een opportuniteit voordeed omdat een bedrijf te koop werd aangeboden. Dan wordt nogal eens impulsief gehandeld, wars van een strategische motivatie.”

Een tijdslijn voor de integratie blijkt ook een goed hulpmiddel. ‘In die tijdslijn moet wel wat flexibiliteit ingebouwd worden. Maar zij helpt als referentie zodat kan bijgestuurd worden als de verhoopte synergievoordelen achterwege blijven.’

In principe mag er bij een overname maar één doel zijn: meerwaarde realiseren. Simpel gezegd: één plus één moet meer dan twee zijn.

En er is een bruikbaar knipperlicht dat overnemers kan waarschuwen voor een overname die weinig slaagkans heeft: het niveau van de premie. “Elke deal heeft zijn eigen karakteristieken. Een overnemer mag zich niet vergapen op premies die voor andere deals betaald werden. De overname van Brantano door Macintosh is een goed voorbeeld. De overnameprospectus verwees naar toen recente transacties. Maar rechtvaardigt dat een premie van 40%? De begeleidende bankiers die hun klanten tot hoge premies aanzetten lijken soms nogal naïef. Het is niet omdat een recente overname met een stevige premie tot waardecreatie heeft geleid, dat een nieuwe deal ook zal lukken”, stelt Huyghebaert. Besluit: elk topmanager die een overnameparcours loopt moet zich voortdurend afvragen: “Waar ben ik mee bezig?” ■

Luc Van Aelst

#### CHECKLIST VOOR EEN GESLAAGDE OVERNAME

1. zorg voor een duidelijke strategische motivering;
2. definieer én begroot de verwachte synergieën, maar ook en vooral hoe u denkt te realiseren;
3. bereid de financiering van de deal grondig voor;
4. maak een tijdslijn van het overnameproces vanaf de dag van de deal tot aan het overnamecontract;
5. organiseer een tussentijdse opvolging voor het al dan niet realiseren van de synergiewaarde. Stuur bij waar nodig;
6. streef naar de realisatie van de volledige synergiewaarde binnen een termijn van één tot maximaal twee jaar;
7. betrek het (top)management bij overleg, de opvolging en de bijsturing van het overnameproces;
8. voer een intense communicatie over de overname en integratie binnen en buiten de organisatie: werknemers, klanten, leveranciers enz;
9. concretiseer het verband tussen de overname en de integratie van de overgenomen entiteit. Laat bonussen niet afhangen van het sluiten van de deal, maar van het halen van de overnamedoelen.

#### VALKUILEN BIJ EEN OVERNAME

1. geen strategische en economische motieven voor de overname, vaak gekoppeld aan overmoed van het management en/of focus op ondernemingsgroei in plaats van waardecreatie;
2. een onvoorbereid en te lang integratieproces;
3. focusverlies waardoor de synergievoordelen geen of te weinig management aandacht krijgen;
4. een te snelle terugkeer naar ‘business as usual’;
5. langdurige onzekerheid over het behoud of verlies van jobs binnen de nieuwe organisatie;
6. geen of te weinig communicatie naar klanten en leveranciers over het voortbestaan van de onderneming;
7. een te hoge premie voor de target, waardoor financiële middelen ontbreken voor verdere investeringen in het integratieproces.

#### KNIPPERLICHTEN NAAR EEN MISLUKTE OVERNAME

1. abnormaal hoge overnamepremie in vergelijking met transacties op dat moment en binnen die industrie;
2. abnormaal groot verlies van werknemers en know-how bij de target tijdens het integratieproces;
3. abnormaal groot verlies van klanten;
4. interne communicatieproblemen, vooral tussen werknemers van de overnemende en de overgenomen onderneming. Dat kan wijzen op een ‘clash der culturen’ maar ook op te zwakke leiding;
5. de synergievoordelen worden niet gerealiseerd na een periode van één tot maximaal twee jaar.