

‘Synergieën – of wat is 1+1 nu echt waard’

Buiten is het donker. Bij het lamplicht, in een verlaten kantoor waar de lege plastic bekertjes champagne getuigen van eerdere feestvreugde, kijkt de CFO peinzend naar een print van het laatste financiële model. De blijdschap over het geaccepteerde bod was groot, zeker na nachten doorploeteren. Maar het staat er zwart op wit, zelfs al is het puntgrootte 8 in de Excel-uitdraai; de laatste verhogingen van het bod komen uit de synergieën.

ir. Remco de Haan,
ir. Wilmer Kloosterziel,
dr. Erik Roelofsen
(director GCM), allen
werkzaam bij PwC.

De voicemail van de Commissarissen, die naast de felicitaties ook vragen naar de details achter de mooie synergieën, heeft haar plotsklaps weer nuchter gemaakt. Wat hadden we ook al weer als achtergrond bij de laatste verhogingen van de verkoopsynergieën, welke fabriek zou er nou nog dicht gaan en wie zou die drie miljoen nog dubbelchecken.... Fusies en overnames, kortom deals, draaien zeker in het geval van een strategische koper, voor een groot gedeelte om de synergieën.

Dit leidt er niet alleen toe dat synergieën hoog in de ‘boardroom bingo’ staan, ze staan ook hoog op het lijstje van investeerders en analisten. Begin dit jaar heeft de Rotterdam School of Management in samenwerking met PwC een wereldwijd onderzoek gedaan onder deze groep, om hun beeld bij synergieën te toetsen. De resultaten zijn opmerkelijk. Niet voor niets worden na aankondiging van een overname de aandelen van de kopende partij meestal minder waard.

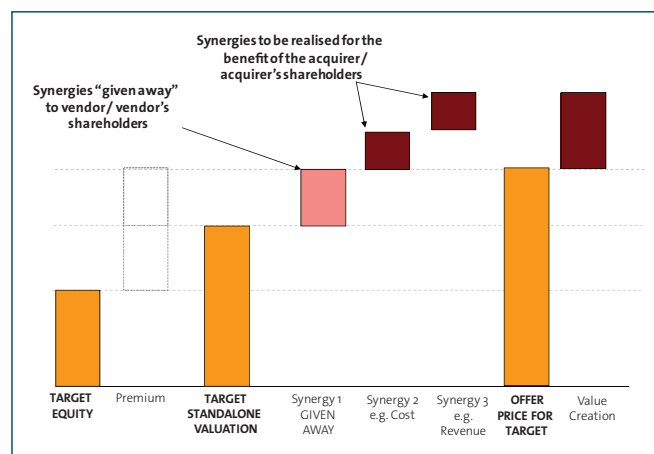
In dit artikel bespreken we de belangrijkste uitkomsten en doen een aantal aanbevelingen. We bespreken daartoe eerst wat synergieën zijn. Vervolgens nemen we kort de belangrijkste uitkomsten van het onderzoek door en gaan in op (1) synergie-inschatting vooraf, (2) synergie-realisatie na overname en (3) rapportage en ‘tracking’ van synergieën. We sluiten af met een aantal aanbevelingen. Dit artikel is naast het onderzoek ook gebaseerd op onze ervaring als adviseur bij deals, waarbij we regelmatig synergie-plannen

helpen definiëren of toetsen bijvoorbeeld ten behoeve van management, financiers of andere stakeholders.

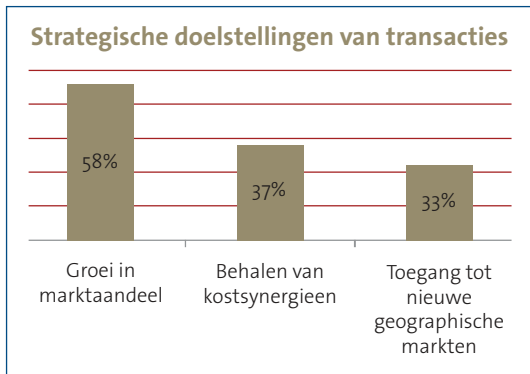
Synergieën

Een korte introductie van synergieën. Synergie wordt door Van Dale gedefinieerd als een ‘situatie waarin het effect van twee of meer samenwerkende of gecombineerde organen of functies groter is dan de som van de effecten die elk van de organen of functies alleen zou kunnen opwekken’.

Bij het bepalen van de biedingsprijs geeft een koper in de regel een deel van de synergieën aan de eigenaren van de verkopende partij boven op de zelfstandige



Figuur 1



Figuur 2

waarde (stand alone value). Dit is nodig om de bieding te kunnen winnen. De resterende synergieën vormen de (enige!) waardecreatie voor de koper. Met andere woorden, de deal draait meestal om synergieën! (zie figuur 1) In het algemeen onderscheiden we er vier:

- kostensynergieën; zoals het opgaan van twee hoofdkantoren in één hoofdkantoor na de deal;
- verkoopsynergieën; bijvoorbeeld de introductie van producten in elkaars verkoopkanalen;
- financiële synergieën; bijvoorbeeld als het gezamenlijk toegang krijgen tot goedkoper kapitaal;
- dissynergieën; soms zullen klanten bijvoorbeeld weggaan omdat ze de combinatie te dominant vinden.

Het belang van synergieën wordt onderkend in diverse onderzoeken. Een onderzoek van PwC uit 2009 (zie figuur 2) geeft aan dat de top-3 redenen om deals te doen zijn: (1) groei in marktaandeel, (2) bereiken van kostensynergieën en (3) toegang krijgen tot andere markten. Alledrie synergie-doelstellingen als de onderneming ze niet op eigen kracht kan bereiken.

Resultaten van het onderzoek

Wat vinden investeerders en analisten van synergieën? Welnu, ze hebben er een duidelijke mening over. De belangrijkste conclusies uit het onderzoek onder zo'n 500 investeerders en analisten zijn:

- de meerderheid van analisten en investeerders vindt synergieën het belangrijkste onderwerp bij deals;
- zij geloven dat teveel synergieën worden weggegeven aan de verkopende partij;
- de helft geeft aan dat positieve synergieën onvoldoende onderzocht zijn tijdens de due diligence, daarnaast vindt een meerderheid dat dissynergieën niet goed zijn onderzocht;
- tussen de 40% en 70% van de geclaimde synergieën wordt als haalbaar gezien, daarnaast worden timing en implementatiekosten vaak te optimistisch ingeschat;

- slechts 1 op de 3 geeft aan dat er onvoldoende openheid is over synergieën;
- belangrijkste reden waarom synergieën niet worden gehaald is overoptimisme oftewel 'deal frenzy'.

Duidelijke taal. Laten we dit verder uitwerken aan de hand van de drie stappen van het realiseren van synergieën:

1. **Bepaling:** oftewel hoe kom je tot een goede inschatting vooraf en zorg je ervoor dat je niet teveel biedt.
2. **Realisatie:** De synergie is bepaald. De biedingstrijd is gewonnen. Nu moet er ook synergie geleverd worden naast alle andere integratie-perikelen. Hoe?
3. **Rapportage en tracking:** als de acties lopen is de volgende vraag hoe je het effect kunt vaststellen. Dat is niet altijd gemakkelijk. Met name als de omgeving turbulent is en er meerdere overnames zijn gedaan, is het vinden van de goede boom in het bos geen sinecure.

Stap 1: Synergie bepaling

De uitkomsten van het RSM onderzoek sluiten grotendeels aan bij onze ervaring. Zoals aangegeven zien we synergieën als belangrijkste bron van waardecreatie voor kopers en daarmee dus - terecht - als een van de meest belangrijke onderdelen van een deal.

In de praktijk zijn er grote verschillen in de aanpak tussen bedrijven en daarmee ook verschillen in het succes. Met name als gedurende de bieding door de kopende organisatie een intern breed gedragen synergieplan wordt opgesteld, worden voor de organisatie meer haalbare en voor financiers beter accepteerbare, geloofwaardige, synergieën vastgesteld. Ook valt op dat dan negatieve synergieën eerder worden gesignaleerd; niet vreemd als degenen die uiteindelijk verantwoordelijk zijn voor het realiseren van synergieën al betrokken zijn bij het proces. Uiteraard spelen elementen als de timing en de vertrouwelijkheid van een deal mee bij het detail waarin synergieën bekeken kunnen worden. Toch kan een groot deel van het wantrouwen ten opzichte van synergieën worden weggenomen als de plannen in detail zijn vastgesteld.

De implementatietijd en bijbehorende kosten worden vaak onderschat. Het lijkt deels gedreven door opportunisme en dus overoptimisme. Ook wordt de uitdaging van het simpelweg controle nemen van de acquisitie en het in de lucht houden van twee bedrijven onderschat. Daarnaast is vaak in een diligence informatie niet voldoende gedetailleerd beschikbaar, en moet worden opgepast voor te positieve aannames bij complexere synergieën. Al gauw wordt te makkelijk gedacht over bijvoorbeeld het sluiten van >>

Faalfactoren	
1.	Te hoge verwachtingen
2.	Culturele verschillen
3.	Weerstand tegen verandering
4.	Onderschatting benodigde investering
5.	Gebrek aan leiderschap
6.	Verlies van key werknemers
7.	Het niet begrijpen van markt dynamieken

Figuur 3

fabrieken en overbrengen van productie. Verder zijn in onze ervaring met name de verkoopsynergieën vaak minder goed onderbouwd, zijn ze opportunistischer en ook in de praktijk lastig te realiseren.

Stap 2: Synergie realisatie

Grofweg de helft van de synergieën wordt door respondenten maar als haalbaar gezien. Geen verrassing, het is geen geheim dat de meeste fusies en overnames niet succesvol zijn. De daling van aandelenkoersen na aankondiging van een overname vertellen uiteindelijk hetzelfde verhaal. De markt is niet gek.

Als de respondenten in meer detail naar een rangschikking van faalredenen voor het daadwerkelijk behalen worden gevraagd, komen ook andere punten uit figuur 3 naar boven. Naast te optimistische inschattingen worden cultuurverschillen en gebrek aan bereidheid om te veranderen genoemd in de top-3.

Uiteraard is het zo dat, als de aannames al veel te positief zijn, het moeilijk wordt om deze te realiseren. Een betere planningsfase verhoogt de succeskans. Wij menen dat veel van de andere punten symptoom zijn van een gebrek aan planning oftewel een gedegen 'post merger integration' plan. Met name een '100 dagen plan' waarin de eerste honderd dagen in detail worden gepland is een goed - maar te weinig gebruikt - instrument om te zorgen dat synergieën daadwerkelijk worden gehaald. Te vaak neemt de operatie en technische integratie de overhand, werkt onduidelijkheid over wie welke rol krijgt in de nieuwe organisatie verlamdend en worden synergieplannen onvoldoende gedragen en nagejaagd.

Stap 3: Synergie tracking en rapportage

Uit het onderzoek blijkt, dat maar een op de drie respondenten vindt dat er voldoende over synergie-realisatie wordt gerapporteerd nadat de deal is afgerond. Daarnaast geven ze aan in een breed spectrum van details geïnteresseerd te zijn. Te denken valt aan kwartaalrapportage van behaalde synergieën, terugkoppeling van klanten en status van de IT integratie (zie figuur 4).

Meer bekend maken over synergie-realisatie is uiteraard een risico voor het management, met name als

resultaten achterblijven. De vraag is echter of aandeelhouders er niet simpelweg recht op hebben, zeker gezien de genoemde waardevermindering van hun aandelenpakketten na aankondiging van een overname. Ook kan het gebruikt worden als een extra stimulans om de synergieën daadwerkelijk te realiseren. Iets waar aandeelhouders maar ook commissarissen alleen maar sympathie voor kunnen hebben. Zo'n 80% van de respondenten geeft aan dat ze synergieën eerder geloven als hen meer details worden gegeven.

Uiteraard kan er weerstand zijn bij management om synergie-realisatie apart te rapporteren bij bijvoorbeeld de jaarresultaten. Evenzeer merken we echter dat organisaties zelf het vaak moeilijk vinden de realisatie van synergieën goed te volgen. Maar het heeft wél grote toegevoegde waarde om dit te doen! Een goede synergie-realisatie bij eerdere deals kan leiden tot een veel beperkter waardedaling (of zelfs waarde-stijging) van aandelen als een volgende deal wordt aangekondigd. Dit is niet alleen goed nieuws voor aandeelhouders, maar kan ook goedkopere financiering van de overname mogelijk maken!

Onze aanbevelingen

De vijf volgende elementen zijn van cruciaal belang om synergie-succes, en daarmee deal-succes, te vergroten.

Breed gedragen bepaling van synergieën door de kopende organisatie

Dit voorkomt dat later blijkt dat synergieën niet te realiseren zijn en de betaalde prijs te hoog is. Ook zorgt het ervoor dat synergieën die lastige keuzes vereisen, zoals sluiting van een vestiging, vooraf al

Negen van de tien analisten en investeerders verwachten een update van de geïdentificeerde synergieën zoals gegeven tijdens de deal. Additionele vereisten volgens analisten zijn:
Per kwartaal een overzicht van de behaalde synergieën t.o.v. de initieel gestelde synergieën
Verlies van key personeel
Namen van key management na de deal
Terugkoppeling van de klanten
Revisie op basis van economische veranderingen
Status IT integratie
Timing aflossing immateriële activa
Actieplan onverwachte negatieve voorvallen
Timing verwachte belasting voordelen
Details eenmalige implementatie kosten en gerelateerde voordelen

Figuur 4

een groter draagvlak hebben. Het risico dat conservatisme van de organisatie ervoor zorgt dat de ze te laag worden ingeschat, is iets dat we in de praktijk niet vaak waarnemen. Zeker als de strategische rationale helder is, doet de kopende organisatie in de breedte meestal haar best synergieën realistisch in te schatten. Geheimhouding is een belangrijk thema. Toch zien we dat met een beperkte groep in een beperkte tijd van hooguit een paar weken meestal een goede synergie-bepaling mogelijk is. Angst is hier niet alleen een slechte maar ook een peerdure raadgever.

Goede synergie-diligence of synergie review door een onafhankelijke interne of externe partij

Te vaak worden synergieën gebruikt als sluitpost om een hoge prijs te rechtvaardigen. Het is vreemd dat het ene onderdeel van de prijsbepaling, de zelfstandige waarde van de organisatie, vaak onderdeel is van uitgebreide juridische, financiële, commerciële, operationele en tax due diligence. De synergieën daarentegen als andere drijver van de prijsbepaling worden nauwelijks onafhankelijk bekeken. Bezinnen voor het beginnen dus. We twijfelen er niet aan dat ook toezichthouders als een Raad van Commissarissen dit meer en meer zullen eisen, en wellicht soms ook zelf die rol kunnen vervullen.

Vooraf nadenken over kritische voorwaarden om synergieën te realiseren

Dit geeft richting aan het diligence proces en kan veel onzekerheid wegnemen. Door synergieën te doordenken kun je in de diligence fase gerichte vragen stellen die helpen om de ze verder te substantiëren. Stel dat je van plan bent om twee fabrieken te sluiten. Dan kun je je daarop in de diligence fase al richten. Bij een locatiebezoek kan focus op de inrichting van de organisatie en arbeidspopulatie wel eens veel belangrijker zijn dan de staat van onderhoud waar traditioneel naar gekeken wordt.

Focus op de grote synergieën in de eerste periode

Het klinkt als een open deur maar is dat het niet! Nog lang niet altijd wordt een gedetailleerd 100-dagen plan gemaakt, een omissie die het falen van veel overnames veroorzaakt. Een goed voorbereid 100-dagen plan helpt je om, naast het in controle krijgen van de organisatie en in de lucht houden van de beide businesses, ook de voordelen zo snel mogelijk te realiseren. Grote synergieën zijn niet altijd de makkelijkste om te behalen, daarnaast is de hoeveelheid extra werk die de hele overname veroorzaakt vaak fors, dus focus op de grote in plaats van op de makkelijk te vangen vissen is direct noodzakelijk.

Rapporteer synergieën in detail

Het heeft grote voordelen synergieën in detail te volgen. Ze houden de eigen organisatie scherp, ze stellen je in staat intern en extern te rapporteren en ze zijn cruciaal voor de geloofwaardigheid van management en bepalen deels de financierbaarheid van toekomstige overnames. Twee belangrijke kanttekeningen hierbij:

- Bepaling van synergieën en rapportage daarover is vaak complex, gebruik daarom interne of externe ervaring zodat je al bij de opzet goed nadenkt over hoe ze te volgen. Dit achteraf 'inhalen' is praktisch onmogelijk.
- Bij samenvlechting van de organisaties wordt het in toenemende mate moeilijk synergieën te rapporteren. De praktijk is wisselend, maar normaliter is het zinvol maximaal zo'n twee jaar synergieën te rapporteren.

Afsluiting

De deal draait om synergieën. Op dit moment zijn identificatie, effectuering en rapportage daarover echter onvoldoende. Goed aanpakken van synergieën biedt een ongekende mogelijkheid om zinnige overnames voor een juiste prijs te doen, ervoor te zorgen dat ze snel renderen en geloofwaardig als management te opereren. Succesvol zijn in goede overnames schept kansen voor nieuwe overnames. Aandeelhouders zijn blij als een overname wordt aangekondigd en de koers schiet omhoog.

Dat vereist stappen die misschien niet verrassend zijn, maar focus en moed vragen. Zorg ervoor dat synergieën breed worden gedragen, bepaal ze op basis van juiste data en aannames, laat ze checken. Als je tot uitvoering over gaat: zorg dat er plannen liggen om ze ook echt binnen afzienbare tijd te realiseren en volg dat nauwgezet. Ze zijn er belangrijk genoeg voor!

...De CFO opent de synergy-tab in haar Excel. Ook puntgrootte 8 maar prima te lezen. Gelukkig, de R&D director had inderdaad de drie miljoen nog gecheckt en de verwachte verkoopsynergieën zijn conservatief en fors lager dan de gerapporteerde realisatie in de laatste overname. Na een laatste slok lauwe champagne en een korte email hierover naar de RvC is het tijd om voldaan naar huis te gaan

Het kan. ■

Bronnen

1. Rotterdam School of Management - Erasmus University - Synergies from Acquisitions — January 2011.
2. PwC Delivering Deal Value — Post Merger Integration Survey 2009 — European Results.