

Rotterdam School of Management
Erasmus University

M&As dual purpose due diligence

Extensieve due diligence voor waardecreatie in de post-acquisitiefase

*“Waardecreatie voor overnemende
en over te nemen partijen in de
post-acquisitiefase.”*

een WIN-WIN voor beide partijen

DEFINITIEF - Masterthesis

Master of Science (MSc.) in Business Administration

22 augustus 2021

S.P. (Stephan) van der Wel

549894

Parttime Master Business Administration

Rotterdam School of Management, Erasmus University Rotterdam



M&As dual purpose due diligence

Extensieve due diligence voor waardecreatie in de post-acquisitie fase

DOOR S.P. (STEPHAN) VAN DER WEL

(549894)

ONDER SUPERVISIE VAN

ASSISTANT PROF. DR. R. A. J. L. (RAYMOND) VAN WIJK

ROTTERDAM SCHOOL OF MANAGEMENT

MASTERTHESIS

DEZE THESIS IS INGEDIEND OM TE VOLDOEN AAN DE VEREISTEN VOOR DE GRAAD VAN

MASTER OF SCIENCE IN BUSINESS ADMINISTRATION

(MScBA)

AT

ROTTERDAM SCHOOL OF MANAGEMENT (RSM)

ROTTERDAM, NEDERLAND

ROTTERDAM SCHOOL OF MANAGEMENT, ERASMUS UNIVERSITY 3062 PA, ROTTERDAM
NEDERLAND

augustus 2021

Colofon

Naam: ir. S.P. (Stephan) van der Wel

Studentnummer: 549894

Document: Masterthesis

Titel document: M&As dual purpose due diligence

Ondertitel document: Extensieve due diligence voor waardecreatie in de post-acquisitie fase

Versie: Definitief

Plaats: Rotterdam

Datum: 22 augustus 2021

Opleiding: Parttime Master Business Administration

Graad: Master of Science (MSc.) / Doctorandus (drs.)

Onderwijsinstelling: Rotterdam School of Management (RSM)

Universiteit: Erasmus University Rotterdam

Begeleider: dr. R.A.J.L. (Raymond) van Wijk

Co-reader: prof dr. J.J.P. (Justin) Jansen

Copyright ©2021, S.P. (Stephan) van der Wel

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze masterscriptie mag worden veeleenvoudigd of overgedragen in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, met inbegrip van fotokopieën, opnamen, of door middel van enig informatieopslag- of opvraagstelsel, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de auteur.

De auteur verklaart dat het in deze masterthesis gepresenteerde werk origineel is en dat bij het maken van deze masterthesis geen andere bronnen zijn gebruikt dan die welke in de tekst en referenties worden genoemd.

De auteur is verantwoordelijk voor de inhoud ervan. De Rotterdam School of Management (RSM) Erasmus Universiteit is alleen verantwoordelijk voor de educatieve ondersteuning en kan niet aansprakelijk worden gesteld voor de inhoud van deze masterthesis.

Voorwoord

De studieperiode aan de RSM is bijna ten einde. Het begon allemaal met het beëindigen van vaste aanstelling toen ik had besloten om een sprong in het diepe te wagen. In juni 2019 beëindigde ik in overeenstemming met mijn destijds direct leidinggevende en het hoofdkantoor mijn arbeidsovereenkomst voor onbepaalde tijd bij het bedrijf waar ik werkte. Zonder uitzicht op een volgende baan maar met een nieuwe uitdaging in het vooruitzicht, want in september 2019 ging ik van start met de Parttime Master Bedrijfskunde aan de Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit. Een spannende en leerzame periode stond mij te wachten. Terug in de schoolbanken na een aantal jaren relevante werkervaring te hebben opgedaan en de vastigheid en een zekere mate van zekerheid achter je te laten. Eén maand reisde ik met de auto van Groningen naar Rotterdam en weer terug om colleges te volgen, daarna overgestapt naar het openbaar vervoer. Eerste klas reizen met de trein en de reistijd combineren met nuttige dingen, zoals het voorbereiden van de colleges en opdrachten maken. Er is immers genoeg tijd om tijdens de 3 uur – van deur tot deur 3:30 uur – durende reis dingen te doen. En na het college om 22:00 uur zo snel mogelijk naar de trein om de een na laatste trein te pakken en om 01:35 uur weer aan te komen op het station in Groningen. Soms drie keer in een week(!). Mede door en dank aan Patrick Veldhuis die mij met de auto afzette op CS Rotterdam, zodat de terugreis op tijd kon beginnen. De eerste periode was een periode met vele wisselingen en verstoringen van het dagritme. En dat in combinatie met een nieuwe baan, gestart in januari 2020, bij de Hanzehogeschool in Groningen als docent Vastgoed & Makelaardij (instituut Bedrijfskunde). In maart 2020 kwam aan het nachtbraken en de onregelmatigheid een einde door de COVID-19 pandemie. Alle colleges en bijeenkomsten gingen online verder, een nieuwe ervaring en alles via de online omgeving vanuit het kantoor aan huis. Nu kan ik zeggen dat ik alle opgedane ervaringen van de afgelopen twee jaar een groot leereffect hebben gehad en ik dat allemaal zeker niet had willen missen. Het was een geweldig avontuur!

Door mijn enorme interesse in M&As (fusies en overnames), waardoor ik ook gekozen heb voor de financiële vakken binnen de masteropleiding, zorgden er mede voor dat mijn afstudeerscriptie over fusies en overnames zou moeten gaan. Omdat ik niet werkzaam ben in een organisatie waar veel M&As plaatsvinden heb ik gekozen om mij te gaan richten op M&As in de diergeneeskundige sector. Mijn vader heeft een eigen dierenartsenpraktijk en gaat richting zijn pensioenleeftijd, dus zou mijn vergaarde kennis en interesse nog van toegevoegde waarde kunnen zijn. Daarnaast vind ik het een interessante sector, er zijn veel ontwikkelingen en transities gaande de laatste jaren. Het leek mij ook leuk om mijn netwerk verder uit te breiden en te verbreden om zo nieuwe mensen te leren kennen.

De doelgroep van deze scriptie zijn geïnteresseerden in M&As, de overnemende partijen in de diergeneeskundige sector met rollen op directie en strategische niveau en betrokken bij M&As, dierenartsenpraktijken – overgenomen of zelfstandig – en adviseurs die zich bezighouden met overnames van (nog) zelfstandige (medische) beroepsbeoefenaars. Mogelijk kunnen door deze scriptie

de eigenaren van dierenartsenpraktijken hun voordeel hiermee doen tijdens het structureren van de overnamedeal. En dat overnemende en overgenomen partijen communicerende vaten blijven na de overname.

Raymond van Wijk wil ik bedanken voor de inhoudelijke begeleiding en de hoeveelheid aan gedetailleerde feedback. Het bekijken van de stukken van A tot Z en dit van commentaar te voorzien en mijn vragen te beantwoorden en onduidelijkheden weg te nemen. Zodat het onderzoek nog beter vormgegeven kon worden en de stijgende lijn kon worden aangehouden. Justin Jansen heeft als mee-lezer geholpen om de focus te houden en heeft mij een andere kijk gegeven op mijn onderzoek. De contactmomenten waren plezierig, waardevol en van zeer inhoudelijke aard. Ondanks dat het soms veel energie kostte heeft het enorm veel energie opgeleverd.

In het bijzonder wil ik alle respondenten bedanken die mee hebben gewerkt aan dit onderzoek. Zonder hen had dit onderzoek geen gestalte gekregen. Hen wil ik danken voor de openheid en compleetheid aan informatie die ze hebben gegeven. Door jullie heb ik een complete kijk gekregen in de overnamewereld die zich afspeelt in de diergeneeskundige sector.

Mijn studievrienden Patrick Veldhuis en Henk Rebel, bedankt voor de gezelligheid tijdens de studie en de vele momenten die we met elkaar buiten de studie hebben doorgebracht. Het was een prachtige studieperiode bestaande uit een zeer nauwe samenwerking. Peter Barends, mijn Amsterdamse vriend, bedankt voor de lachwekkende momenten en de vele telefoongesprekken die wij over de studiestof en andere dingen hebben gevoerd. Bedrijfskunde met een lach! En mijn afstudeergenoten in de groep van Raymond: Carolijn, Ivan, Maikel en Rick dank voor de vele online meetings en overleggen via Whatsapp. Ook Rens Melsen ben ik enorm dankbaar voor de praktische tips en adviezen omtrent M&As.

Niet te vergeten mijn familie en vrienden wil ik danken voor alle support de afgelopen twee jaar. Want het sociale leven heeft op een laag pitje gestaan en dank voor alle geduld. In het bijzonder wil ik Ellen danken voor alle support, liefde en geduld, zonder jouw steun was deze studie en scriptie niet mogelijk geweest. Nu breekt een nieuwe fase aan in ons leven waarin we meer tijd met elkaar gaan besteden. Op naar het volgende avontuur want in december verwachten wij ons kleintje.

Veel leesplezier,

S.P. (Stephan) van der Wel
Groningen, 22 augustus 2021



Samenvatting

Veel fusies en overnames (M&As) bereiken niet hun potentieel om waarde te creëren. Dit komt mede doordat bedrijven te maken hebben met verschillende *resources* en *capabilities*, die invloed uitoefenen op de strategische en culturele fit. Om het potentieel van de M&As beter te begrijpen zal 'harde' due diligence moeten worden uitgebreid naar de veelzijdige dimensies van het bedrijf. Dit wordt in deze studie extensieve ('harde' en 'zachte') due diligence genoemd. Tijdens de pre-acquisitiefase worden er keuzes gemaakt over de twee dimensies: (1) strategische afhankelijkheid en (2) organisatorische autonomie, zodat er op basis daarvan in de post-acquisitiefase waarde kan worden gecreëerd.

De doelstelling van deze studie is om inzichtelijk te maken welke dimensies de post-acquisitie fase kunnen beïnvloeden en welke effecten dat heeft voor waardecreatie. In deze studie luidt de onderzoeksvraag: *Welke invloed heeft extensieve due diligence op de keuze voor strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie dat leidt tot waardecreatie in de post-acquisitie fase?*

Om dit te onderzoeken is een kwalitatieve onderzoeksmethode gebruikt. Voor deze studie zijn 23 semigestructureerde interviews afgenomen met verschillende partijen die actief zijn binnen overnames in de diergeneeskundige sector en is er een cross-case analyse uitgevoerd.

Uit dit onderzoek is gebleken dat voornamelijk 'harde' due diligence wordt uitgevoerd bij M&As. De 'harde' due diligence aspecten leveren een gefragmenteerd beeld van een bedrijf om keuzes te maken omtrent strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie. Verder blijkt uit dit onderzoek dat de behoefte over de dimensies verschilt tussen de overnemende en overgenomen partij in de post-acquisitiefase. De meest duidelijke uitkomst van dit onderzoek is dat immateriële *assets* de grootste waarde vertegenwoordigen bij M&As. Voornamelijk het begrijpen van de interacties tussen mensen versterkt de concurrentiepositie van het bedrijf en heeft de grootste invloed op waardecreatie in de post-acquisitiefase. Daaruit volgt dat uitsluitend extensieve due diligence leidt tot volledige inzichten die een passende vorm van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie bewerkstelligen. Indien partijen hiertoe in staat zijn resulteert dit in waardecreatie in de post-acquisitiefase. Het niet uitvoeren van extensieve due diligence is wellicht een weloverwogen keuze van de overnemende partijen en is afhankelijk van de doelstellingen.

Keywords: M&A, fusies, overnames, due diligence, post-acquisitie, strategische afhankelijkheid, resources, capabilities, organisatorische autonomie, resource-based view, waardecreatie, overnemende partijen, corporates, private-equity, cultuur

"Every day you may make progress. Every step may be fruitful. Yet there will stretch out before you an ever-lengthening, ever-ascending, ever-improving path. You know you will never get to the end of the journey. But this, so far from discouraging, only adds to the joy and glory of the climb."

- Winston S. Churchill -

1 Inhoudsopgave

Colofon	2
Voorwoord	3
Samenvatting	5
1 Introductie	8
2 Theoretisch kader	11
2.1 Resource-based view	11
2.2 Waardecreatie	13
2.3 Methoden voor overname-integratie	15
2.3.1 Preservation	16
2.3.2 Symbiosis	16
2.3.3 Holding company	16
2.3.4 Absorption	17
2.4 Due diligence	18
2.4.1 Veelzijdigheid van due diligence	19
3 Methodologie	24
3.1 Caseselectie	25
3.2 Dataverzameling	26
3.3 Data-analyse	28
4 Resultaten	30
4.1 Due diligence	31
4.2 Strategische afhankelijkheid	36
4.3 Integratie van bedrijven	39
4.4 Post-acquisitie	41
5 Discussie en Conclusie	45
5.1 Beperkingen en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek	48
5.2 Management implicaties	49
Bibliografie	50
Bijlage A: Interviewleidraad	54

1 Introductie

Fusies en overnames, in het Engels *mergers and acquisitions* (M&As), hebben unieke eigenschappen om een bedrijf te transformeren, bij te dragen aan vernieuwing of te laten groeien en waarde te creëren. Dit wordt gedaan door nieuwe markten te veroveren en nieuwe kennis, *resources* en *capabilities*, te verwerven (Gleich et al., 2010; Haspeslagh & Jemison, 1991a; Vermeulen & Barkema, 2001). Waardecreatie en groei worden bewerkstelligd door middel van vooraf geformuleerde strategische en organisatiedoelstellingen (Hitt et al., 2009; Sudarsanam, 2011). Een aantal voorbeelden van deze doelstellingen zijn: bereiken van schaalvoordelen, een groter marktaandeel, overdracht van *resources*, synergieën op managementniveaus, fiscale aangelegenheden of diversificatie (Straub, 2007; Trautwein, 1990). Voordat bedrijven worden gecombineerd is het van belang om te onderzoeken welke mate van (1) strategische afhankelijkheid en (2) organisatorische autonomie gewenst is (Haspeslagh & Jemison, 1991b, p. 13). De eerste dimensie; strategische afhankelijkheid, is gekoppeld aan het concept van strategische fit. Hierin wordt onderzocht hoe de mate van afhankelijkheid moet zijn tussen bedrijven - de integratiebehoeften -, in termen van overdracht van strategische *capabilities* en het delen van *resources*. *Resources* kunnen worden onderverdeeld in *tangible* en *intangible resources*. De tweede dimensie; organisatorische autonomie, is een kernconcept van organisatorische fit. Dit betreft de eventuele behoefte aan autonomie om de verworven *resources* en *capabilities* intact te laten na overname, wanneer dit centraal staat bij het bereiken van het acquisitiedoel (Angwin & Meadows, 2009; Haspeslagh & Jemison, 1987, 1991b). Door middel van het uitvoerig onderzoeken van de mogelijkheden voor strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie, het opstellen van een duidelijk plan, en de communicatie en de uitvoering daarvan, is er een grotere kans op het behalen van de opgestelde doelen (Sudarsanam, 2011).

Informatie over verschillende motieven en mogelijkheden voor waardecreatie wordt verkregen door het uitvoeren van due diligence. In de literatuur wordt het M&A-proces beschreven als een analytisch proces, waarbij due diligence als een objectief, onafhankelijk onderzoek van het over te nemen bedrijf [*target*] wordt uitgevoerd. Dit betreft een stapsgewijs proces, bestaande uit een systematische zoektocht. Hierin zijn financiële, fiscale, juridische, human resources, operationele, organisatorische en strategische aspecten essentieel (Ahammad & Glaister, 2013; Haspeslagh & Jemison, 1991a). Hoewel er in de afgelopen vier decennia belangrijke inzichten zijn verkregen over M&As, is vooral gekeken vanuit het perspectief van het rendement voor de overnemende partij en de aandeelhouders van de over te nemen ondernemingen (Gleich et al., 2010; Vermeulen & Barkema, 2001). Deze onderzoeken richtten zich met name op de financiële en fiscale issues, bedrijfsactiviteiten, de waardering van het over te nemen bedrijf en het beheersen van risico's voor kredietverstrekkers, adviseurs en het managementteam van het overnemende bedrijf (Angwin, 2001). Dit wordt in deze studie de eerste dimensie genoemd, de 'harde' due diligence. Onderbelicht in vele studies betreft de tweede dimensie, wat in deze studie de 'zachte' due diligence wordt genoemd. In 'zachte' due diligence komen organisatorische en werknemers *capabilities* aan de orde. Daarnaast is er aandacht voor de

strategische en culturele fit. Deze verschillende onderdelen zijn veelal ontastbaar en kwantificeren is gecompliceerd, wat vervolgens moeizaam te implementeren is binnen de context van de daadwerkelijke waardering van het over te nemen bedrijf (Gleich et al., 2010). ‘Harde’ en ‘zachte’ due diligence worden samen extensieve due diligence genoemd (Gleich & Galpin, 2010). Uit het onderzoek van Ahammad & Glaister (2013) is gebleken dat ‘harde’ due diligence geen bijdrage levert aan waardecreatie en dat de invloed van ‘zachte’ due diligence onderschat werd. De aspecten van ‘zachte’ due diligence bepalen namelijk welke competenties van het over te nemen bedrijf kunnen worden gecombineerd om waarde te creëren (Ahammad & Glaister, 2013).

De beoogde waardecreatie, wat uitvoerig is onderzocht met behulp van zowel de ‘harde’ als ‘zachte’ due diligence tijdens de pre-acquisitiefase, kan pas worden gerealiseerd in de post-acquisitiefase (Angwin & Meadows, 2015; Haspeslagh & Jemison, 1991b). In de pre-acquisitiefase wordt informatie verkregen en inzage verschaft in mogelijke risico's. Het is belangrijk dat due diligence in deze fase contributies levert aan het gebruik van *resources* en *capabilities* van zowel de overnemende partij als de over te nemen partij in de post-acquisitiefase. Dit bepaalt in hoeverre strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie voor beide bedrijven gewenst is. Ook is het effectief managen tijdens de post-acquisitiefase van belang, zodat strategische en organisatiedoelstellingen worden gerealiseerd en waarde kan worden gecreëerd (Sudarsanam, 2011).

Veel overnames bereiken niet hun potentieel omdat er geen omgeving wordt gecreëerd waarin een effectieve uitwisseling van vaardigheden, *capabilities*, kan plaatsvinden en leermogelijkheden worden aangemoedigd (Haspeslagh & Jemison, 1991a). Bedrijven hebben te maken met zowel organisatorische *capabilities* als werknemers *capabilities* die invloed uitoefenen op de strategische en culturele fit. Daarnaast spelen meerdere omgevingsfactoren een rol. Om een omgeving te creëren waarin het potentieel beter wordt benut zal due diligence moeten worden uitgebreid naar de veelzijdige dimensies van het bedrijf (Gleich et al., 2010). Tevens moeten de dimensies van de post-acquisitiestrategie – strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie - opnieuw worden onderzocht. Eventueel moeten deze worden herzien indien ze voor beide partijen voor waardecreatie willen zorgen (Angwin & Meadows, 2015; Hitt et al., 2012). Hiervoor is het van belang om de verschillende dimensies in combinatie met extensieve due diligence te onderzoeken.

De onderzoeksvraag luidt als volgt: *Welke invloed heeft extensieve due diligence op de keuze voor strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie dat leidt tot waardecreatie in de post-acquisitie fase?*

In deze studie wordt het volgende theoretische perspectief gebruikt: *resource-based view* (RBV). Het doel daarvan is om de verschillende dimensies te onderzoeken die bij M&As zorgen voor waardecreatie in de post-acquisitiesfase. De RBV wordt binnen M&As beschouwd als een zoektocht naar partners met aanvullende *resources* en *capabilities*, die vervolgens samen worden ingezet om het concurrentievoordeel van beide bedrijven te vergroten en waardecreatie tot stand brengen (Angwin & Meadows, 2015; Haspeslagh & Jemison, 1991a; Sudarsanam, 2011). Belangrijk tijdens due diligence

is dat er aandacht is voor VRIO *resources* en *capabilities* van het over te nemen bedrijf (Fisher et al., 2020). VRIO staat hierin voor waardevol, zeldzaam, heterogeen en niet-substitueerbare *resources* en *capabilities*. Uit onderzoek van Gleich et al. (2010) bleek dat bedrijven dan beter in staat zijn om aandeelhouderswaarde te creëren en zelfs een duurzaam concurrentievoordeel kunnen opbouwen.

Dit onderzoek geeft contributies aan de bestaande literatuur over due diligence, waarbij nadrukkelijk wordt gekeken naar zowel ‘harde’ als ‘zachte’ due diligence, en naar de mate van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie. Deze studie poogt om inzichtelijk te maken welke dimensies de post-acquisitie fase kunnen beïnvloeden en welke effecten dat heeft voor waardecreatie. Daarnaast brengt het onderzoek praktische relevantie door aanbevelingen te doen voor (beursgenoteerde) bedrijven, ondernemers en managers. Ten slotte verschaft het onderzoek aanvullende inzichten voor zowel overnemende als over te nemen bedrijven.

Voor het onderzoek is gekozen om de kwalitatieve en inductieve onderzoeksmethode te gebruiken vanwege het exploratieve karakter van dit type onderzoek. Aanvullend op de verkregen empirische gegevens, door middel van semigestructureerde interviews, zijn vier cases geselecteerd. Vervolgens is een cross-case analyse uitgevoerd om verschillen en overeenkomsten te achterhalen.

De hiernavolgende delen zijn op de volgende wijze uiteengezet: In hoofdstuk 2 “Theoretisch kader” wordt de theoretische lens: *resource-based view* (RBV) beschreven, evenals de literatuur met betrekking tot waardecreatie, strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie en extensieve due diligence beschreven. Hoofdstuk 3, “Methodologie”, zet de kwalitatieve onderzoeksmethode uiteen en beschrijft de case-selectie, de afgenomen semigestructureerde interviews en vervolgens de coderingswijze. Waarna de onderzoeksresultaten in hoofdstuk 4 “Resultaten” zijn opgenomen. In het laatste deel, hoofdstuk 5 “Discussie en conclusie”, worden implicaties omtrent dit onderzoek gegeven en worden aanbevelingen voor vervolgonderzoek gedaan.

2 Theoretisch kader

Na het moment dat een M&A is voltooid, moet het overnemende bedrijf over het algemeen het over te nemen bedrijf in hun activiteiten integreren om de potentiële waarde van hun investering te realiseren (Shimizu et al., 2004). Het model van Haspeslagh & Jemison (1991b) modelleert deze wisselwerking, rekening houdend met de eventuele behoefte aan strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie voor het overgenomen bedrijf (Sudarsanam, 2011). Volgens Haspeslagh & Jemison (1991b) is waardecreatie een fenomeen dat zich voordoet op lange termijn en voortvloeit uit bestuurlijke actie en door interacties tussen de bedrijven. Waarde wordt gecreëerd wanneer het concurrentievoordeel van één van de betrokken bedrijven toeneemt door (strategische) *resources* en *capabilities* tussen de ondernemingen over te dragen. Met name het analyseren van *capabilities* blijft vaak onderbelicht bij het uitvoeren van due diligence. Bovendien blijkt dat een concurrentievoordeel dat alleen op de elementen uit de 'harde' due diligence is gebouwd vaak van korte duur is (Haspeslagh & Jemison, 1991b). Door het uitvoeren van extensieve due diligence worden inzichten verkregen over welke *resources* en *capabilities* essentieel zijn om een concurrentievoordeel te bereiken voor de lange termijn (Gleich & Galpin, 2010; Stahl & Voigt, 2008). Ook worden inzichten verkregen over organisatorische en werknemers *capabilities* die zijn ingebed in routines, stilzwijgende kennis [*tacit knowledge*], klant- en netwerkrelaties en intellectueel kapitaal. Deze voorgenoemde elementen zijn kwetsbaar maar kunnen resulteren in een duurzaam concurrentievoordeel (Haspeslagh & Jemison, 1991a, 1991b). Daarom kan door extensieve due diligence worden bepaald welke *capabilities* aanwezig zijn, welke *capabilities* kunnen worden overgedragen naar of van het over te nemen bedrijf en welke soort overdracht van *capabilities* essentieel is voor waardecreatie. Ten slotte biedt extensieve due diligence mogelijkheden om een strategie te ontwikkelen die voor waardecreatie zorgt (Haspeslagh & Jemison, 1991b).

2.1 Resource-based view

De term "*resource-based view*" (RBV) werd bedacht door Wernerfelt (1984), die een firma beschouwde als een bundel *assets* of *resources* die semi-permanent aan een bedrijf verbonden zijn (H.-L. Wang, 2014; Wernerfelt, 1984). Volgens Wernerfelt (1984) bieden M&As de mogelijkheid om de *assets* of *resources* in bundels te kopen of verkopen. Binnen de RBV wordt de nadruk gelegd op de *resources* in de interne omgeving die een bedrijf heeft ontwikkeld om in de externe omgeving te concurreren (H.-L. Wang, 2014). Op basis van de RBV-theorie is het onwaarschijnlijk dat een traditionele due diligence voldoende inzichten verschaft op het gebied van *resources* en *capabilities* die mogelijk complementair zijn en elkaar voldoende kunnen beïnvloeden (Sudarsanam, 2011). Daarnaast verschaft de RBV vanuit twee verschillende perspectieven inzichten, namelijk (1) vanuit waarderingsperspectief dat tijdens due diligence plaatsvindt, en (2) vanuit het integratieperspectief. Door het verschaffen van deze inzichten over het over te nemen bedrijf ontstaan er eventueel mogelijkheden om toekomstige problematieken bij M&As beter te begrijpen (Cording et al., 2002).

Het conceptuele framework van het RBV-model maakt gebruik van *resources* van het bedrijf, die de bouwstenen vormen, waarbij de theorie de koppeling vormt tussen interne karakteristieken van het bedrijf en de bedrijfsprestaties. Veelal zijn dit waardevolle, zeldzame en heterogene *resources* die concurrenten moeizaam of niet kunnen imiteren, reproduceren of substitueren (Barney, 1991; Prahalad & Hamel, 1994; H.-L. Wang, 2014). Het doel is om met behulp van de *resources* de efficiëntie en effectiviteit van het bedrijf te verbeteren (Barney, 1991; Wernerfelt, 1984). Vanuit een strategisch oogpunt kunnen *intangible assets* (menselijke *resources*) worden gezien als de voornaamste bron van een duurzaam concurrentievoordeel (Prahalad & Hamel, 1990; Ray et al., 2004; H.-L. Wang, 2014).

Resources worden toegepast om concurrentievoordelen te bereiken. Er worden twee termen gebruikt, namelijk concurrentievoordeel en duurzaam concurrentievoordeel. Volgens Porter (1985) gaat het bij concurrentievoordeel om de focus op het bedrijf, waarbij een verkenning plaatsvindt over de rol van complementaire *resources* bij de concurrentie en de aanwezigheid van het concurrentievoordeel in andere sectoren. De premisse over het concurrentievoordeel is dat het bestaan uit verschillende *resources* komt. Daarnaast moeten de *resources* weergeven op welke wijze concurrentievoordelen kunnen worden behaald uit specifieke activiteiten van een bedrijf, maar moeten de *resources* ook inzicht geven in de mate van afhankelijkheid tussen de activiteiten (Porter, 1985).

Bij een duurzaam concurrentievoordeel is het van belang dat een bedrijf een waardecreërende strategie toepast, die niet gelijktijdig door de concurrentie wordt toegepast. Een duurzaam concurrentievoordeel ontstaat wanneer pogingen tot dupliceren door de concurrentie wordt beëindigd (Barney, 1991). Tenslotte is het voor duurzaam concurrentievoordeel van belang om bestaande processen, activiteiten en routines van een bedrijf opnieuw te ontwerpen, zodat dit mogelijk de effectiviteit en efficiëntie van resources en capabilities verhoogd (H.-L. Wang, 2014).

Om het potentieel van een (duurzaam) concurrentievoordeel te bezitten moeten *resources*, volgens het onderzoek van Barney (1991) een viertal eigenschappen bezitten. De eerste eigenschap is de toegevoegde waarde van een resource, waarmee kansen kunnen worden benut en/of bedreigingen in de omgeving kunnen worden geneutraliseerd. Ten tweede, de resources dienen schaars te zijn onder de huidige en potentiële concurrentie van een onderneming. Ten derde moeten de resources niet perfect te imiteren zijn. Ten vierde, er kunnen geen strategisch gelijkwaardige substituten zijn voor deze *resources* (Barney, 1991). Deze vier eigenschappen zijn samen te voegen in het acroniem VRIO; *v*aluable [waardevol], *r*are [zeldzaam], *i*nimitability [heterogeniteit] en *o*rganisational support [niet-substitueerbaar], die samen kunnen leiden tot een (duurzaam) concurrentievoordeel (Amit & Schoemaker, 1993; Fisher et al., 2020; Whittington et al., 2020). Daarnaast kunnen *resources* onderverdeeld worden in *tangible* en *intangible assets* en kunnen worden ingezet om strategieën te bedenken en deze vervolgens uit te voeren. Meer specifieke voorbeelden van de *resources* zijn: *capabilities*, organisatieprocessen, bedrijfsmiddelen, kennis en informatie (Barney, 1991; H.-L. Wang, 2014). Een voorbeeld van *intangible assets*, zoals *tacit knowledge*, is niet

of moeizaam te kopiëren door de concurrentie en draagt daarom bij aan een duurzaam concurrentievoordeel.

Bepaalde *resources* kunnen ook juist voor een nadelig effect op de concurrentiepositie zorgen. *Resources* kunnen namelijk heterogeen en immobiel zijn (Barney, 1991). Vanuit het RBV-perspectief concurreren de bundels van *resources* met elkaar, mede doordat die van bedrijf tot bedrijf verschillen. Wanneer de *resources* juist te veel overeenkomsten bezitten is het niet mogelijk om een concurrentievoordeel te behalen (Mintzberg et al., 1998, p. 285). Daarnaast kan een niet-duurzaam concurrentievoordeel ontstaan door afhankelijkheid van een doorlopende stimulans door externe krachten (Mintzberg et al., 1998). Personeel met gespecialiseerde kennis kan zich bijvoorbeeld bewust worden van hun toegevoegde waarde en daarom andere eisen gaan stellen of overstappen naar een concurrent. De *tacit knowledge* kan het proces om tot een concurrentievoordeel te komen tevens bemoeilijken, omdat het beperkte inzichten oplevert, moeilijk te kwantificeren en te waarderen is. Eveneens verhoogt het de moeilijkheid van het integreren van complementaire *resources* en *capabilities*. Dit geeft een verhoogde kans dat de overname-integratie mislukt, waarom het minstens zo belangrijk is dat overnemende bedrijven aandacht besteden aan de culturele fit, strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie (Sudarsanam, 2011). Tenslotte kan een niet-duurzaam concurrentievoordeel ontstaan door heterogeniteit binnen de M&As, waarbij er verschillende waarden bestaan bij het overnemende en het over te nemen bedrijf. Dit geldt met name voor bedrijven die een bepaalde fit (synergie) voor ogen hebben. Het overnemende bedrijf doet een poging om bepaalde synergieën te behalen die aansluiten bij waarden die niet aanwezig zijn in het overgenomen bedrijf, en vervolgens leiden tot waardevernietiging (Sudarsanam, 2011; Wernerfelt, 1984).

M&As binnen het *RBV-model* worden geïnterpreteerd als een zoektocht naar partners, de over te nemen bedrijven, die met *resources* en *capabilities* die aanvullend zijn op de *resources* en *capabilities* van het overnemende bedrijf, kunnen worden ingezet om het concurrentievoordeel van beide bedrijven te vergroten (Sudarsanam, 2011). Het onderzoek van Wernerfelt (1995) gaf aan dat het onwaarschijnlijk is dat strategieën die niet gebaseerd zijn op het *RBV-model* een verminderde slagingskans hebben in de externe omgeving.

2.2 Waardecreatie

Aangezien de definitie van waardecreatie nogal eens verwarring veroorzaakt, wordt in de strategische managementliteratuur door wetenschappers onderscheid gemaakt tussen waardecreatie en waardevaststelling (Lepak et al., 2017). Waardevaststelling tijdens due diligence is daarbij een eenmalige gebeurtenis dat leidt tot de M&A-transactie. Bij de waardevaststelling worden het vermogen en het waardecreërend potentieel van de onderneming bepaald (Haspeslagh & Jemison, 1991b). Waardecreatie is een ander concept, waar het proces is gericht op de lange termijn en operationele synergieën worden gerealiseerd (Stahl & Voigt, 2008). De waardecreatie van een bedrijf wordt gezien als een reeks aan *capabilities*, die een duurzaam element van een concurrentievoordeel kunnen bewerkstelligen voor een bedrijf. Vanuit managementperspectief is het essentieel om een bedrijf te zien

als een reeks *capabilities* weergegeven in een organisatorisch kader. De *capabilities* worden daarbij toegepast op de markt, wat een duurzame bijdrage levert aan het concurrentievoordeel voor het bedrijf (Haspeslagh & Jemison, 1991b).

Volgens Haspeslagh & Jemison (1991b) zijn er verschillende soorten van waardecreatie. Deze soorten worden tijdens due diligence onderzocht, door te kijken naar: (1) het delen van *resources*, (2) het overdragen van *capabilities* (functionele vaardigheden) tussen bedrijfsfuncties, (3) overdracht van algemene managementvaardigheden en (4) combinatievoordelen.

Ten eerste, (1) het delen van *resources*. Dit is het combineren of uiteenzetten van verschillende *resources* van beide ondernemingen. Als er sprake is van uiteenzetten in één of meerdere functies heeft dit kostenverbeteringen tot gevolg. Dit ontstaat door schaal- of toepassingsvoordelen. De schaalvoordelen worden gecreëerd wanneer het gecombineerde volume per eenheid de onderneming in staat stelt tegen lagere kosten per eenheid te werken. Toepassingsvoordelen ontstaan wanneer *resources* gezamenlijk worden gebruikt en eventuele dubbele *resources* worden geëlimineerd. Het is belangrijk om de potentie van het delen van *resources* af te wegen tegen (2) de voordelen die het overdragen van *capabilities* met zich meebrengt. *Capabilities* zijn ingebed in de ondernemingen en bestaan uit activiteiten, gewoonten en de automatische reactie van de belangrijkste personen in de organisatie. De *capabilities* helpen de onderneming om de concurrentiepositie te versterken, bijvoorbeeld om met behulp van de overdracht van *capabilities* te leren van een andere onderneming. Hoe minder repliceerbaar de *capabilities* zijn, des te moeilijker deze te imiteren zijn. Dit zorgt ervoor dat de *capabilities* effectiever zijn en zorgen voor een concurrentievoordeel. De (3) overdracht van algemene managementvaardigheden kan worden verbeterd wanneer een overnemende partij een overgenomen partij concurrerender maakt of vice versa. Dit wordt gedaan door het scala aan *capabilities* te verbeteren, die te maken hebben met de strategie, leiderschap en analytische vaardigheden en systemen van het bedrijf. Voorbeelden hiervan zijn strategische planning, financiële planning en human resource management. Bij sommige overnames is er geen sprake van een formele overdracht van *capabilities*, maar wordt waarde gecreëerd door (4) combinatievoordelen. Combinatievoordelen kunnen bestaan uit grotere beschikbaarheid van liquide middelen, vergrote leencapaciteit, extra inkoopmacht of grotere marktmacht. Financiële middelen kunnen worden gedeeld, hetgeen kan leiden tot lagere financieringskosten of een grotere financieringscapaciteit. De inkoopmacht en marktmacht ontstaan door een hefboomwerking die de omvang van het bedrijf zelf uitoefent op klanten, leveranciers, distributiekanaal en concurrenten. Door middel van combinatievoordelen kan een grotere stabiliteit worden bewerkstelligd (Haspeslagh & Jemison, 1991a).

Waardecreatie door synergieën doen zich volgens Stahl & Voigt (2008) vaak voor op het operationele niveau van een bedrijf. De synergetische mogelijkheden zijn moeilijk te voorspellen, en worden nog gecompliceerder wanneer degenen die de overname moeten leiden niet betrokken zijn bij het M&A-proces (Stahl & Voigt, 2008). Volgens het artikel van Haspeslagh & Jemison (1991a) gaat het dan specifiek om de betrokkenheid bij het analyse- en onderhandelingsproces van de overname. Dit

houdt in dat het cruciaal is om vanaf het begin mensen te hebben die deze interacties kunnen beheren en gemachtigd zijn om dit te doen. Daardoor ontstaan synergieën, die het uiteindelijke resultaat zijn van interacties tussen mensen in beide bedrijven. Naast de interacties is het van belang dat betrokken managers voor de overname aantonen hoe de concurrentiepositie van het bedrijf kan verbeteren en waarde kan worden gecreëerd (Haspeslagh & Jemison, 1991a).

2.3 Methoden voor overname-integratie

Het model van Haspeslagh & Jemison (1991b) weergeeft de wisselwerking tussen de behoefte aan strategische afhankelijkheid en de behoefte aan organisatorische autonomie voor het overgenomen bedrijf (Sudarsanam, 2011). Volgens Angwin & Meadows (2015) is strategische afhankelijkheid een centraal concept in strategische fit. De strategische afhankelijkheid suggereert hoe afhankelijk twee bedrijven moeten zijn van het delen van *resources* en de overdracht van *capabilities*. De organisatorische autonomie, een centraal concept van organisatorische fit, betreft de mate waarin de *capabilities* van de twee bedrijven binnen één organisatorische structuur moeten worden samengevoegd of binnen de grenzen van de bedrijven moeten worden gehandhaafd (Angwin & Meadows, 2015; Haspeslagh & Jemison, 1991b).

De taxonomie, weergegeven in Figuur 1, leidt tot vier soorten integratie na overname. Bij een hoge behoefte aan organisatorische autonomie kan het onderscheid gemaakt worden tussen lage en hoge behoefte aan strategische afhankelijkheid, respectievelijk *preservation* en *symbiosis*. Hetzelfde geldt voor een lage behoefte aan organisatorische autonomie, waarbij er ook onderscheid gemaakt kan worden tussen lage en hoge behoefte van strategische afhankelijkheid, respectievelijk *holding company* en *absorption*. De twee uitersten, (1) lage organisatorische autonomie en lage strategische afhankelijkheid – *holding company* – en (2) hoge organisatorische autonomie en hoge strategische afhankelijkheid – *symbiosis* – geven de grote verschillen aan tussen de mogelijke M&A-strategieën (Haspeslagh & Jemison, 1991b).

		Behoefte aan strategische afhankelijkheid	
		Laag	Hoog
Behoefte aan organisatorische autonomie	Hoog	<i>Preservation</i>	<i>Symbiosis</i>
	Laag	<i>[Holding company]</i>	<i>Absorption</i>

Figuur 1. Strategische afhankelijkheid & organisatorische autonomie (Haspeslagh & Jemison, 1991b)

2.3.1 Preservation

In situaties van *preservation*, lage strategische afhankelijkheid en hoge organisatorische autonomie, wordt op een tweeledige manier waarde gecreëerd. Allereerst door een conserveringsaanpak en als tweede door het doormaken van een leerproces. Hierbij kan het overnemende bedrijf nieuwe gebieden en industrieën verkennen en kan het ervaring opdoen voor de eigen *core business*. Bij *preservation* worden financiën en risico's gedeeld, en vindt de overdracht van algemene managementcapaciteiten plaats voor zover die niet industrie-afhankelijk zijn. Andere benamingen voor preservation zijn bijvoorbeeld 'Separation', 'Courtship/Just Friend', zie Figuur 2 (Angwin & Meadows, 2015; Marks & Mirvis, 2001; Nahavandi & Malekzadeh, 1988; Siehl & Smith, 1990).

2.3.2 Symbiosis

Haspeslagh & Jemison (Haspeslagh & Jemison, 1991b) beschrijven integratiestrategie *symbiosis* als er een (1) grote behoefte aan strategische afhankelijkheid en tegelijkertijd aan een (2) hoge organisatorische autonomie. Geen van beide bedrijven domineert in het integratieproces. Strategische afhankelijkheid wordt gekenmerkt door de overdracht aan *capabilities*. De organisatorische autonomie kenmerkt zich door het behouden van de verworven *capabilities*, die verschillen van de *capabilities* van het overgenomen bedrijf binnen de organisatorische context. Bij dit type overname en deze integratiestrategie bestaan de bedrijven in eerste instantie naast elkaar en worden gelijkmatig steeds afhankelijker van elkaar (Haspeslagh & Jemison, 1991b). Hierdoor ontstaan spanningen die voortkomen uit conflicterende behoeften door de overdracht van *capabilities* en het willen behouden van de organisatorische autonomie en cultuur binnen het bedrijf. Het behoud van organisatorische autonomie bij symbiotische overnames kan alleen geleidelijk worden opgeheven. Dit betekent dat het overgenomen bedrijf zelf zijn eigen organisatorische elementen wijzigt om zich aan de nieuwe situatie aan te passen. Om te zorgen voor symbiose moet er een samensmelting tussen de bedrijven ontstaan, waarbij de bedrijven de oorspronkelijke kwaliteiten van de andere overnemen (Haspeslagh & Jemison, 1991b). Dit type integratiestrategie wordt ook wel 'Integration', 'Love and marriage' of 'Transformation' genoemd, zie Figuur 2 (Angwin & Meadows, 2015; Marks & Mirvis, 2001; Nahavandi & Malekzadeh, 1988; Siehl & Smith, 1990).

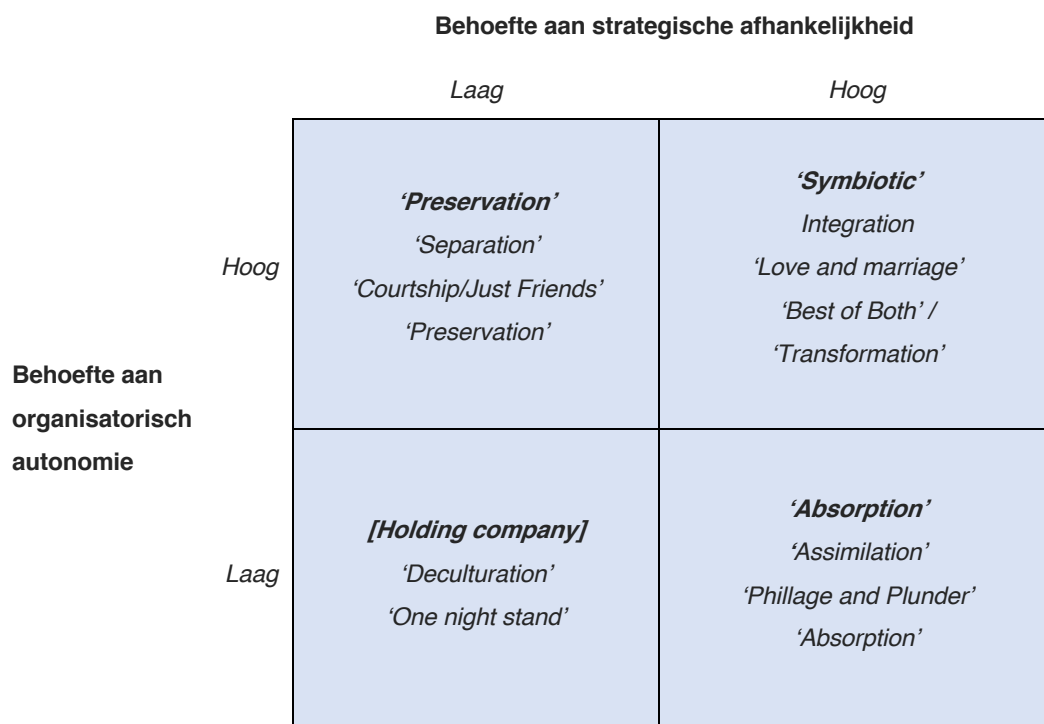
2.3.3 Holding company

Bij een *holding company* is er sprake van een lage behoefte aan strategische afhankelijkheid en lage organisatorische autonomie. De strategische afhankelijkheid is laag, wat een minimale interactie tussen moederbedrijf en verworven bedrijf suggereert. De reden hiervoor is dat er zorgen zijn over mogelijke schade aan het moederbedrijf nadat het verworven bedrijf wordt geïntegreerd. De lage organisatorische autonomie kan bijvoorbeeld ontstaan door een slechte financiële positie, waardoor er organisatorische veranderingen vereist zijn voor het bedrijf om te kunnen overleven (Angwin & Meadows, 2015). Een *holding company* is een methode voor overname-integratie waarbij het bedrijf niet voornemens is om te integreren en waarde te creëren. Wat wel plaatsvindt zijn het delen van financiële transacties, het spreiden van risico's of delen van algemene managementcapaciteiten. De

methode van *holding company* wordt bijvoorbeeld toegepast wanneer de bedrijven in vergelijkbare sectoren actief zijn (Haspeslagh & Jemison, 1991b). In andere wetenschappelijke literatuur wordt deze stijl beschreven als ‘Deculturation’ of een ‘One night stand’, zie Figuur 2 (Angwin & Meadows, 2015; Nahavandi & Malekzadeh, 1988; Siehl & Smith, 1990).

2.3.4 Absorption

Bij *absorption* is er een hoge mate van strategische afhankelijkheid, in combinatie met een lage behoefte aan organisatorische autonomie (Haspeslagh & Jemison, 1991b). Bij deze methode vindt er een volledige consolidatie van de activiteiten, organisatie en cultuur van beide bedrijven in de loop van de tijd plaats (Sudarsanam, 2011). Het doel is om de verschillen tussen de beide bedrijven op te heffen, waarbij de taak van het management is om strategische afhankelijkheid van de bedrijven tot stand te brengen. Het overgenomen bedrijf wordt leeggehaald en de waardevolle *assets* worden geïntegreerd in het moederbedrijf. Het overgenomen bedrijf neemt de cultuur, de praktijken en systemen over van het moederbedrijf en de rest wordt afgestoten. Volgens Angwin & Meadows (2015) kent ‘Absorption’ van Haspeslagh & Jemison (1991b) in de wetenschappelijke literatuur een aantal andere benamingen, zie Figuur 2, zoals: ‘Assimilation’, ‘Phillage & Plunder’ en ‘Absorption’ (Angwin & Meadows, 2015; Marks & Mirvis, 2001; Nahavandi & Malekzadeh, 1988; Siehl & Smith, 1990).



Figuur 2. Coherentie in post-acquisitie integratie stijlen (Angwin & Meadows, 2015)

Samenvattend, de mate van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie zijn bepalende factoren voor het creëren van waarde in de post-acquisitie fase. De mate van overdracht van strategische *capabilities* tussen het overnemende bedrijf en het overgenomen bedrijf bepalen de organisatorische autonomie. Daarnaast bepaalt de strategische afhankelijkheid tussen de twee bedrijven de mate van integratie, wat een noodzakelijke voorwaarde is voor overdracht van *capabilities* en waardecreatie. (Sudarsanam, 2011).

2.4 Due diligence

Due diligence is bedoeld als een objectief, onafhankelijk onderzoek wat leidt tot een bedrijfswaardering van het over te nemen bedrijf (Gleich et al., 2010). De essentie van due diligence is dat het overnemende bedrijf in relatief korte tijd zoveel mogelijk inzichten opdoet over het over te nemen bedrijf en de externe omgeving waarin het over te nemen bedrijf actief is (Ahammad & Glaister, 2013). Due diligence richt zich met name op de financiën, belastingaangelegenheden, de waardebepaling van de activa, de bedrijfsactiviteiten en de waardering van een bedrijf. Daarnaast verschaft het zekerheden voor kredietverstrekkers en adviseurs bij de overnametransactie en het managementteam van de koper (Angwin, 2001). Het is onder andere de bedoeling dat het overnemende bedrijf leert over de structuur van de organisatie en het bijbehorende besluitvormingsproces van het over te nemen bedrijf (Ahammad & Glaister, 2013). Ieder potentieel over te nemen bedrijf [target] wordt geselecteerd op basis van een bepaalde hoeveelheid informatie, waarvan sommige details moeilijk te achterhalen zijn. Deze details zijn bijvoorbeeld gearchiveerd en niet direct beschikbaar. Het is daarom onwaarschijnlijk dat due diligence een alomvattend beeld oplevert (Ahammad & Glaister, 2013; Sudarsanam, 2011).

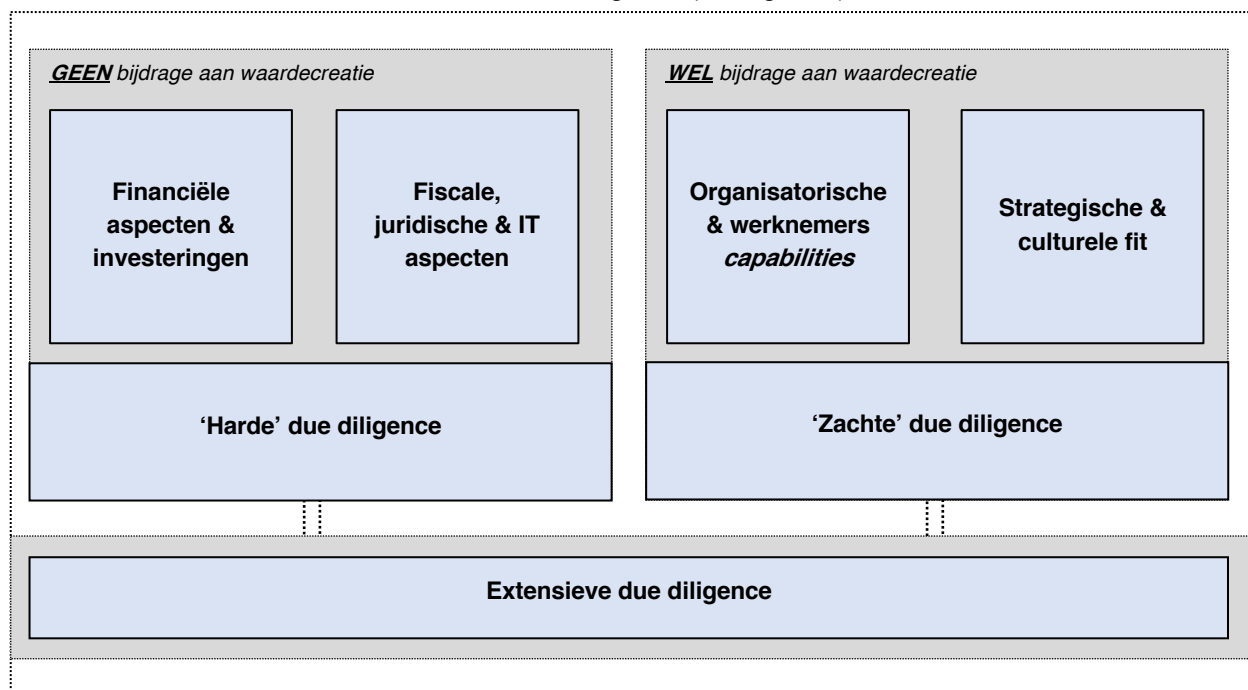
Tijdens due diligence komen er verschillende aspecten aan bod, die een fundament vormen voor de bereidheid voor overname. Daarnaast zorgt due diligence er voor dat de overnemende partij eventuele risico's van de M&A kan valideren. Tevens worden er in de overeenkomst met het over te nemen bedrijf eventuele clausules opgenomen ter bescherming van de overname. Tijdens deze waardering van het over te nemen bedrijf wordt rekening gehouden met alle transacties die van invloed kunnen zijn op de uiteindelijke waardering. Zodra due diligence is afgerond wordt de deal vormgegeven en volgen de onderhandelingen. De onderhandelingen hebben daarbij als doel om risico's die tijdens due diligence inzichtelijk zijn geworden uit te sluiten. Dit is niet alleen van belang voor het afronden van de transactie maar heeft invloed op het bereiken van de doelstellingen van de M&A. Due diligence is daarvoor het instrument dat helpt om deze doelstellingen te bereiken (Sudarsanam, 2011).

Haspeslagh & Jemison (1991a) beschrijven in hun artikel dat de zakelijke beslissing voor de M&As centraal moet staan en het due diligence proces daarvoor de ondersteunende functie inneemt. Tijdens dit proces worden de motieven inclusief de belangrijkste actoren verduidelijkt en prioriteiten gesteld. Onduidelijkheden en risico's moeten worden opgehelderd aangezien deze een bedreiging kunnen vormen voor de centrale aspecten (Haspeslagh & Jemison, 1991a). Ook dient due diligence ervoor om voor de overnemende partij informatie te verzamelen om vervolgens een strategie te formuleren voor in de post-acquisitie fase. Tijdens de post-acquisitie fase vinden integratieactiviteiten plaats, waar in een eerder stadium van de acquisitie – tijdens de selectie van een over te nemen bedrijf of ten minste vanaf het due diligence proces - op wordt geanticipeerd. Het niet vroegtijdig anticiperen op eventuele problemen en risico's vermindert de kans op waardecreatie. Om deze activiteiten verder te stroomlijnen wordt in sommige gevallen voor deze fase een integratiemanager aangesteld, maar wel met de voorwaarde dat deze manager deels betrokken is geweest bij het sluiten van de deal en deel heeft uitgemaakt van het team dat due diligence heeft uitgevoerd (Sudarsanam, 2011).

2.4.1 Veelzijdigheid van due diligence

Vanuit traditioneel oogpunt concentreert due diligence zich met name op *tangible assets* en de interne omgeving van het bedrijf. Bovendien beperkte due diligence zich tot juridische en contractuele onderdelen van activa en passiva en boekhoudkundige overzichten (bijv. jaarverslagen] (Harvey & Lusch, 1995; Sudarsanam, 2011). Ahammad & Glaister (2013) impliceren dat de financiële positie van het over te nemen bedrijf de hoeksteen vormt van de traditionele due diligence, met als achterliggende gedachte dat de financiële beoordeling het fundament vormt om toekomstige scenario's (bijv. groei en winst) te prognosticeren. Indien uitsluitend traditionele due diligence wordt gebruikt, hangen overnamebeslissingen slechts af van financiële scenario's (Harvey & Lusch, 1995).

De reikwijdte van due diligence is in de afgelopen jaren steeds veelzijdiger geworden en bestaat uit een breder scala van onderwerpen (Sudarsanam, 2011). De verschillende onderdelen worden in deze studie gecategoriseerd in twee verschillende dimensies ('harde' en 'zachte' due diligence), die beiden onderdeel uitmaken van extensieve due diligence (zie Figuur 3).



Figuur 3. Schematische weergave 'harde', 'zachte' en extensieve due diligence (Ahammad & Glaister, 2013)

De meeste due diligence processen leiden niet tot een compleet beeld, omdat de meeste due diligence processen de 'zachte' aspecten buiten beschouwing laten (Gleich et al., 2010). Dit zijn de aspecten die wel bijdragen aan waardecreatie (Ahammad & Glaister, 2013). In Tabel 1 is een uitgebreid overzicht van verschillende types due diligence weergegeven, alsmede de toepassingsgebieden en bijbehorende redenen. Het doel van extensieve due diligence is het bepalen van de aanwezige *capabilities* en welke *capabilities* kunnen worden overgedragen naar of van het over te nemen bedrijf. Vervolgens wordt er bepaald welke mate van integratie benodigd is en welke *capabilities* de primaire bronnen zijn voor waardecreatie (Haspeslagh & Jemison, 1991b). Ook stelt extensieve due diligence de overnemende partij in staat om zowel de *tangible* als *intangible assets* van het over te nemen bedrijf en haar interne en externe omgeving te beoordelen (Harvey & Lusch, 1995). Aan de hand van deze

beoordeling worden deze *assets* indien nodig aangepast (Gleich et al., 2010). Elke M&A kan er in theorie goed uitzien, maar de waardecreatie gebeurt pas na de overname wanneer *capabilities* worden overgedragen en de mensen van beide organisaties samenwerken. De samenwerking zal alleen slagen indien de managers van beide bedrijven het vermogen hebben en bereid zijn te werken aan de nieuwe strategische doelstellingen (Haspeslagh & Jemison, 1991a).

		Type	Onderzoeksgebied	Te beoordelen onderwerpen
Extensieve due diligence	'Harde' due diligence	Operationeel	- Productietechnologie - Processen en systemen	- Efficiëntie evalueren - Behoeftte aan nieuwe technologie - Behoeftte aan investeringen
		Financieel	- Historische gegevens - Management Informatie Systeem	- Historische prestaties beoogd bedrijf [target] - Besparingsmogelijkheden - Target value
		Juridisch	- Contractuele overeenkomsten - Problemen, bijv. productaansprakelijkheid - Milieuaansprakelijkheden	- Potentiële risico's en kosten - Behoeftte aan garanties en schadeloosstellingen - Discount op target value
		IT	- Prestaties - Kosten - Complexiteit	- IT fit en compatibiliteit - Key integratievraagstukken - Target value
		Fiscale	- Huidige en potentiële belastingverplichtingen - Beschikbaarheid van belastingverliezen	- Potentiële risico's en kosten - Behoeftte aan garanties en schadeloosstellingen
	'Zachte' due diligence	Commercieel/ Strategische	- Concurrentiepositie - Klantrelatie en leveranciers - Regelgeving - Industry growth - Patenten	- Kerncompetenties en zeldzaamheid/uniciteit - Sterke en zwakke punten van de concurrentie - Kansen en bedreigingen - Potentiële synergieën - Target value
		Organisatorische en culturele	- Structuur, missie en waarden - Machtsoverdracht - Managementstijl - Bijdrage aan concurrentievoordeel	- Effect op post-acquisitie en integratie - Key integratievraagstukken - Risico van mislukte integratie
		Human Resources/ Werknemers capabilities	- Vergoeding en stimulansen - Pensioenen - Belang van menselijke resources voor de doelstelling - Moraal en betrokkenheid - Personeels- en vakbondsrelaties - Arbeidsovereenkomsten - Opleiding en ontwikkeling	- Niet-gefinancierde pensioenverplichtingen - Kernactoren en motivatie - Hun verwachtingen en angsten bij overname - Waar ze genoeg mee zullen nemen - Hoe om te gaan met vakbonden

Tabel 1. Soorten, toepassingsgebied en redenen van due diligence (Ahammad & Glaister, 2013; Sudarsanam, 2011)

2.4.1.1 'Harde' due diligence – Financiële issues en Investerings

De beslissing om het bedrijf over te nemen kan afhangen van 'harde' due diligence, waarin voorspellingen worden gedaan gericht op financiële issues en investeringen (Harvey & Lusch, 1995). Een evaluatie van deze financierings- en investeringsbehoeften kunnen duidelijkheid geven, en kan de realisatie van synergieën beïnvloeden. Dit kan volgens Ahammad & Glaister (2013) de aanwezigheid

zijn van zwakke kasstromen, de noodzaak van aanzienlijke toekomstige investeringen, een buitensporige schuldenlast en bijbehorende rentebetalingen of overgewaardeerde *non-current assets*. Deze voorgenoemde issues worden ook wel de '*deal-breaking issues*' genoemd. Indien er onvoldoende aandacht is voor de financiële positie van het over te nemen bedrijf kan dit resulteren in een ongeschikte transactieprijs en kan er sprake zijn van onverwachte financiële lasten in de post-acquisitie fase. Door hier voldoende aandacht aan te besteden wordt de potentie van de overname vergroot (Ahammad & Glaister, 2013).

2.4.1.2 'Harde' due diligence – Fiscale, Juridische en IT issues

De andere aspecten van de 'harde' due diligence zijn de juridische, fiscale en IT-systemen. Op juridisch en fiscaal gebied dient rekening te worden gehouden met verschillen in belastingaangelegenheden alsook de juridische aangelegenheden. Deze worden in verband gebracht met eigendom, werknemerscontracten, andere contractuele overeenkomsten en milieuaangelegenheden (Ahammad & Glaister, 2013; Sudarsanam, 2011). Eveneens geldt voor deze aspecten dat een tekortkoming bij de beoordeling kan leiden tot moeilijkheden in de post-acquisitie fase, waardoor de mogelijkheden voor synergieën worden verkleind (Ahammad & Glaister, 2013).

Binnen de informatietechnologie (IT) van een bedrijf is het van belang dat het IT-personeel van het overnemende bedrijf betrokken is bij het due diligence proces. Dit vergroot de mogelijkheid dat IT een proactieve rol kan spelen bij M&As om het veranderingsproces van het bedrijf te sturen of door kansen te creëren en vervolgens een concurrentievoordeel te behalen (Loverde, 1990; Merali & McKiernan, 1993). Tevens veronderstellen Ahammad & Glaister (2013) dat niet-verenigbare IT-systemen hoge transitiekosten en andere problemen kunnen veroorzaken.

2.4.1.3 'Zachte' due diligence - Organisatorische & Werknemers capabilities

De 'zachte' kant van due diligence, organisatorische en werknemers *capabilities*, is met name moeilijk te onderzoeken op het gebied van cultuur. Desondanks is cultuur volgens Cartwright & Cooper (1996) een significante determinant voor waardecreatie na de overname. De moeilijkheid ontstaat doordat het gedrag van mensen in een organisatorische omgeving gedurende een bepaalde periode moet worden geobserveerd, en reikt verder dan een eenvoudige cultuuranalyse (Ahammad & Glaister, 2013; Sudarsanam, 2011). Dit geeft inzichten in bedrijfsculturen van partners die betrokken zijn bij M&As en biedt mogelijkheden tot identificatie van mogelijke culturele risico's. Dit heeft een effect op de post-acquisitie fase en de bijbehorende integratieactiviteiten (Dörrenbächer & Witzmann, 2015). Het is daarom van belang om tijdens due diligence de betrokken bedrijven te helpen bij de keuze qua integratieaanpak en daarbij te evalueren of er sprake is van (1) culturele overeenkomsten of (2) verschillende culturele types van de overnemende en het over te nemen bedrijf. Veel overnames lijden namelijk aan een reeks symptomen gedurende de integratiefase, wat het *post-merger* syndroom wordt genoemd (Sinatra et al., 1994; Sinkovics et al., 2011). Deze symptomen uiten zich op individueel en organisatorisch niveau. Op individueel niveau ontstaan er volgens Olie (1990) gelijktijdige vecht- en vluchtreacties bij managers en werknemers, resulterend in weerstand tegen verandering en wrok tegen

managers van het overgenomen bedrijf. De overname wordt ervaren als een cultuurschok en culturele verschillen worden gezien als iets vijandigs. Op organisatorisch niveau wordt het *post-merger* syndroom zichtbaar door een gebrek aan transparantie en informatieverstrekking, waardoor eventuele problemen niet worden doorgegeven. Dit komt voor op allerlei verschillende managementlagen, waaronder het topmanagement dat tekortschiet bij het communiceren over problemen bij het overgenomen bedrijf. Deze problemen kunnen te maken hebben met daling van inkomsten, derving van de productiviteit of een hoog personeelsverloop (Olie, 1990). Het *post-merger* syndroom wordt onder meer beïnvloed door de omvang van veranderingen en daarom helpt het om te overwegen welke mate van verandering nodig is. Deze mate van verandering heeft vervolgens invloed op het succes van de overname (Ahammad & Glaister, 2013; Olie, 1990).

Human Resources (HR) was lange tijd een onderbelicht onderwerp in het due diligence proces en tijdens het vormgeven van de overnamedeal. Dit onderwerp kwam pas na het sluiten van de deal aan de orde. Dit is de laatste jaren veranderd, waardoor HR nu wel deel uitmaakt van het due diligence proces (Sudarsanam, 2011; D. Wang et al., 2020).

2.4.1.4 'Zachte' due diligence - Strategische & Culturele fit

Volgens onderzoek van Weber et al. (1996) zorgt een tekortkoming aan culturele fit voor een verminderde kans op het bereiken van synergie. Een grondige evaluatie van culturele fit zou het bewustzijn van de cultuur van het over te nemen bedrijf moeten verhogen en het overnemende bedrijf moeten helpen (Ahammad & Glaister, 2013). Sinds de jaren tachtig hebben onderzoekers de preacquisitie- of selectiefase van het acquisitieproces onderzocht. Hieruit bleek dat synergetische kansen bij een overname (mede) afhankelijk zijn van de strategische fit: gelijksoortigheid of complementariteit van resources (Barkema & Schijven, 2008). Jemison & Sitkin (1986) impliceren dat door voldoende mate van strategische fit het succes van een overname zal worden vergroot.

Volgens Ahammad & Glaister (2013) hangt het succes van een M&A af van de bekwaamheid van de overnemende partij om een over te nemen bedrijf te selecteren met een passende strategische en culturele fit. Ten eerste wordt er gekeken naar de mogelijke bijdrage van het over te nemen bedrijf aan de strategie en financiële en niet-financiële doelstellingen van het overnemende bedrijf (Ahammad & Glaister, 2013). In aanvulling daarop stellen Haspeslagh en Jemison (1991b) dat het handhaven van de strategie van een bedrijf een van de grootste uitdagingen is bij het managen van een acquisitie. Ten tweede wordt er gekeken naar de mogelijkheid voor een organisatorische fit tussen de bedrijven om de administratieve systemen, bedrijfsculturen of demografische aspecten op elkaar af te stemmen. De organisatorische fit is meer ambigu, subjectiever, en derhalve vatbaarder voor problemen (Jemison & Sitkin, 1986). Volgens Haspeslagh en Jemison (1991b) kan zelfs een ingrijpende organisatorische verandering nodig zijn om verschillende aspecten te combineren tot een "geïntegreerd netwerk van operaties", waaruit veronderstelt kan worden dat de invloed van organisatorische fit veel verder reikt dan het niveau van de individuele M&A verwerving (Barkema & Schijven, 2008).

De organisatorische fit wordt in meer recentelijk onderzoek aangeduid als de belangrijkste factor in de post-acquisitie- of implementatiefase. Hoewel strategische fit een noodzakelijke voorwaarde is voor het realiseren van synergie, creëert dit slechts het synergetisch potentieel dat alleen kan worden gerealiseerd door effectieve integratie van een overgenomen bedrijf (een passende organisatorische fit) (Barkema & Schijven, 2008). Het blijft uiteraard essentieel om de strategische doelstellingen af te stemmen (Ahammad & Glaister, 2013; Hubbard, 1999).

Samengevat, due diligence heeft als doel om bij te dragen aan een doeltreffend management van de overname, ook in de post-acquisitie fase. Daarnaast moeten *resources* en *capabilities* van beide partijen optimaal worden benut. Hierdoor kunnen doelstellingen van de overname worden gerealiseerd en kan waarde worden gecreëerd (Sudarsanam, 2011). De impact van M&A moet niet alleen worden gemeten aan de hand van direct financieel rendement of verkregen marktpositie, maar ook in het effect op de totale *capabilities* van de gecombineerde organisaties, hun concurrentiepositie en de nieuwe strategische opties die voor hen openstaan (Haspeslagh & Jemison, 1991b).

3 Methodologie

Aangezien er nog te weinig bekend is over de effecten van extensieve due diligence op mate de van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie is in deze studie gekozen voor een kwalitatieve en inductieve onderzoeksmethode. Deze onderzoeksmethode heeft bovendien een exploratief karakter, wat een breder inzicht toelaat in de ervaringen, meningen en perspectieven van mensen (Hammarberg et al., 2016). Dit is van belang omdat geen enkele M&A identiek is en de meeste M&As complex zijn. Aangezien de mechanismen en processen van M&As in de diergeneeskundige sector contrasten laten zien tussen overnemende en over te nemen partijen is het van belang om dit verder te onderzoeken. De primaire data wordt verkregen door meerdere casestudies uit te voeren en semigestructureerde interviews af te nemen. Casestudies worden gecombineerd met de afgenomen interviews zodat de verkregen empirische data gegevens vanuit verschillende gezichtspunten worden bekeken (Eisenhardt, 1989). Het doel van de toegepaste onderzoeksmethode is om inzichten te verschaffen en te onderzoeken op welke wijze due diligence de beoogde waardecreatie oplevert na overname.

Deze onderzoeksmethode biedt een nauwkeurige interpretatie van post-acquisitie strategieën. Ook gaat het mogelijk verder dan de details die uit enquêtes worden verkregen (Angwin & Meadows, 2015). De kwalitatieve onderzoeksmethode biedt rijke informatie voor M&As en laat een breder inzicht toe in de ervaringen, meningen en perspectieven van mensen (Hammarberg et al., 2016). Dit wordt ondersteund door 23 semigestructureerde interviews in de diergeneeskundige sector, waarvoor interviews worden afgenomen bij verschillende disciplines. De onderzoeksvraag wordt daarmee vanuit verschillende perspectieven benaderd. De semigestructureerde interviews worden afgenomen bij bedrijfseigenaren, vennoten, adviseurs en potentieel geïnteresseerden voor overname van dierenartsenpraktijken. De verkregen resultaten zullen worden gecodeerd aan de hand van de Gioia-analyse (Gioia et al., 2013).

Het voordeel van semigestructureerde interviews is dat er ruimte voor de geïnterviewde overblijft om aanvullende informatie te geven. Dit maakt het mogelijk om belangrijke, maar niet voorziene informatie aan het licht te brengen. Door deze methode toe te passen zal de verkregen informatie op meerdere bronnen berusten en wordt het onderzoeksonderwerp vanuit meerdere paradigma's aanschouwd. Een van de voorwaarden is dat de geïnterviewde minimaal drie tot vijf jaar werkzaam is voor het bedrijf. De geïnterviewden zijn werkzaam op verschillende niveaus, van strategisch tot operationeel niveau. Door het interviewen van voldoende deelnemers wordt de betrouwbaarheid van dit onderzoek gewaarborgd.

3.1 Caseselectie

De selectie van de onderzochte cases bestaat uit vier bedrijven die actief zijn als overnemende partij in de diergeneeskundige sector. De betrokken bedrijven zijn geselecteerd aan de hand van een aantal criteria, zoals: (1) de bedrijven zijn actief binnen de diergeneeskundige sector, om de bevindingen met elkaar te kunnen vergelijken, (2) de bedrijven hebben de afgelopen 5 jaar meerdere overnames begeleid of overnames gedaan, daardoor zijn de eventuele effecten van due diligence zichtbaar in de post-acquisitie, (3) overnemende bedrijven hebben een eigen (top)management in Nederland om interviews af te nemen en (4) overnemende partijen hebben een verschillende mate van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie, daardoor kan gedetailleerder worden gekeken naar welke integratiestrategie leidt tot waardecreatie in de post-acquisitiefase. Omtrent de externe validiteit zijn bedrijven geselecteerd die voldoen aan de bovenstaande criteria. De over te nemen bedrijven in deze studie zijn overnamekandidaat of reeds overgenomen door de overnemende bedrijven in deze studie. De eigenschappen van de vier overnemende bedrijven zijn weergegeven in Tabel 2.

Drie van de vier overnamepartijen zijn actief in Nederland en andere Europese landen. Twee partijen komen uit het Verenigd Koninkrijk, waarvan één een beursnotering heeft aan de London Stock Exchange. De derde partij is afkomstig uit Zweden en de vierde partij is gevestigd en uitsluitend actief in Nederland. Door de veelzijdigheid van de overnemende partijen is het mogelijk om meerdere en diverse casestudies uit te voeren binnen de diergeneeskundige sector. Dit zorgt ervoor dat de geselecteerde cases kunnen worden vergeleken en er unieke en/of gemeenschappelijke kenmerken kunnen worden ontdekt.

	Oriëntatie	Hoofdkantoor	Actief sinds	Investeerdere/Eigendom	Aantal klinieken (Nederland)
COWCOM	▪ Europa	▪ Verenigd Koninkrijk	▪ 2012 (2017 gefuseerd)	▪ Private equity (EQT Private Equity, Silver Lake, Nestlé en Mubadala Investment)	▪ 289
DOGCOM	▪ Europa	▪ Verenigd Koninkrijk	▪ 2016 (1999 in Engeland)	▪ Beursgenoteerd (London Stock Exchange)	▪ 20
HORSECOM	▪ Europa	▪ Zweden	▪ 2011	▪ Mars Petcare (Mars Incorporated)	▪ 96
CATCOM	▪ Nederland	▪ Amsterdam	▪ 2015	▪ Private equity (Standard) en voormalig praktijkeigenaren	▪ 14

Tabel 2. Overzicht geselecteerde cases in diergeneeskundige sector.

Op basis van de verkregen informatie van de respondenten is de mate van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie van de cases hieronder weergegeven in Tabel 3. Bij CATCOM ('Holding company') gekozen voor een andere integratiestrategie dan bij COWCOM ('Symbiose'), waarbij COWCOM in eerste instantie, tijdens de toetreding op de markt, in de taxonomie ook in 'Absorption' zat. Maar door ervaring van verschillende overnames heeft COWCOM de integratiestrategie gewijzigd naar 'Symbiose'. DOGCOM en HORSECOM passen beiden de

integratiestrategie 'Absorption' toe, waarbij de organisatorische autonomie lager is in vergelijking met de andere partijen.

	Integratiestrategie – Post-acquisitie (gebaseerd op 2 dimensies van Haspeslagh & Jemison, 1991)	Strategische afhankelijkheid	Organisatorische autonomie
COWCOM	▪ 'Symbiotic'	▪ Hoog	▪ Hoog
DOGCOM	▪ 'Absorption'	▪ Hoog	▪ Laag
HORSECOM	▪ 'Absorption'	▪ Hoog	▪ Laag
CATCOM	▪ 'Holding company'	▪ Laag	▪ Laag

Tabel 3. Strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie van de onderzochte cases.

3.2 Dataverzameling

De gegevens zijn verzameld door middel van semigestructureerde interviews bij verschillende disciplines en bedrijven. De geïnterviewde personen zijn: (1) topmanagers en bestuursleden van overnemende partijen, (2) managers van overnemende partijen [buyer], (3) managers van overgenomen partijen [target], (4) (externe) adviseurs bij M&As en als laatste, (5) eigenaren van praktijken die geïnteresseerd zijn in een toekomstige overname (over te nemen partijen). Onder over te nemen partijen worden dierenartsenpraktijken bedoeld. Dit betreffen praktiserende dierenartsenpraktijken gericht op kleine (gezelschapsdieren) en grote huisdieren (landbouwhuisdieren en paarden), specialistische klinieken en vrije beroepsbeoefenaars. Eveneens worden er personen bij financiële dienstverleners, consultancy- en advieskantoren die gericht zijn op medische professionals en bedrijven, geïnterviewd. In Tabel 4 is weergegeven welke bedrijven en welke personen binnen die bedrijven geïnterviewd zijn.

Voor deelname aan de studie werden de bedrijven benaderd door middel van een uitnodiging via LinkedIn, waarin een korte toelichting over het onderzoek werd gegeven. Mocht er aanvullende informatie gewenst zijn dan werd dit verstrekt per e-mail of door middel van een belgesprek. Als een reactie bij een mogelijke respondent uitbleef dan werd binnen 10 werkdagen na het verzenden van het eerste bericht een reminder gestuurd. Eveneens werd aan de respondenten gevraagd of zij in hun netwerk andere gegadigden hebben die nuttig konden zijn voor dit onderzoek. Zodra dit het geval bleek te zijn werd de respondent gevraagd om voor een introductie te zorgen. Aan het begin van de reeks interviews werd er een pilot gedraaid om de vragen te toetsen bij één van de respondenten, om vervolgens te kunnen beoordelen of de gestelde vragen duidelijk en relevant waren. Van de afgenomen interviews waren er twee op een fysieke locatie en de overige 21 werden digitaal afgenomen. Van alle interviews is een geluidsopname gemaakt. De verkregen inzichten uit de afgenomen interviews hadden betrekking op het extensieve due diligence proces, de mate van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie en de waardecreatie in de post-acquisitie fase.

	Organisatie	Activiteit	Functie	Type interview
1.	COWCOM	▪ Overnemende partij	▪ M&A Director	▪ Video en audio (opname)
2.			▪ M&A Manager	▪ Video en audio (opname)
3.			▪ Senior Integration Manager	▪ Video en audio (opname)
4.	COWCLINIC	▪ Overgenomen partij	▪ Operationeel directeur	▪ Live interview op locatie
5.	BULLPRAC	▪ Over te nemen partij (target)	▪ Vennoot	▪ Live interview op locatie
6.	DOGCOM	▪ Overnemende partij	▪ Algemeen directeur	▪ Video en audio (opname)
7.	HORSECOM	▪ Overnemende partij	▪ Business Development Advisor	▪ Video en audio (opname)
8.	HORSECLINIC	▪ Overgenomen partij	▪ Regiodirecteur	▪ Video en audio (opname)
9.	CATCOM	▪ Overnemende partij	▪ COO	▪ Video en audio (opname)
10.			▪ Business Support Manager	▪ Video en audio (opname)
11.	CATCLINIC	▪ Overgenomen partij	▪ Medeaandeelhouder	▪ Video en audio (opname)
12.	ALPHA CONSULTANCY	▪ Specialistische zakelijke dienstverlening	▪ Mede-eigenaar	▪ Video en audio (opname)
13.			▪ Senior M&A Advisor	▪ Video en audio (opname)
14.			▪ Business Development Manager	▪ Video en audio (opname)
15.	BETA CONSULTANCY	▪ Organisatieadviesbureau	▪ Senior Adviseur	▪ Video en audio (opname)
16.	GAMMA CONSULTANCY	▪ Financieel adviesbureau	▪ Directeur	▪ Video en audio (opname)
17.	DELTA CONSULTANCY	▪ Organisatieadviesbureau	▪ M&A Consultant	▪ Video en audio (opname)
18.	THETA CONSULTANCY	▪ Financiële advisering	▪ CFO	▪ Video en audio (opname)
19.	KAPPA CONSULTANCY	▪ Veterinaire dienstverlening	▪ Senior Projectmanager	▪ Video en audio (opname)

20.	RHO CONSULTANCY	▪ Organisatieadviesbureau	▪ Partner	▪ Video en audio (opname)
21.	SIGMA CONSULTANCY	▪ Financiële advisering	▪ Senior Consultant	▪ Video en audio (opname)
22.	TAU CONSULTANCY	▪ Adviesbureau (management en bedrijfsvoering)	▪ Consultant	▪ Video en audio (opname)
23.	OMEGA CONSULTANCY	▪ Adviesbureau (management en bedrijfsvoering)	▪ M&A Directeur	▪ Video en audio (opname)

Tabel 4. Overzicht van afgenomen interviews, afgenomen tussen 1 april en 31 mei 2021.

De interviews werden vertrouwelijk afgenomen en vonden afzonderlijk van elkaar plaats, wat betekent één respondent per interview. De interviews werden digitaal afgenomen en vonden plaats tussen 1 april en 31 mei 2021. Ieder interview was in het Nederlands en duurde 45 tot 90 minuten. Om de interne validiteit te verhogen werden de interviews op verschillende niveaus binnen hetzelfde bedrijf afgenomen en de combinatie gemaakt tussen primaire en secundaire bronnen. De externe validiteit is verhoogd door respondenten uit verschillende bedrijven op gelijkwaardige (management) niveaus te ondervragen. Vervolgens werden uit de verzamelde gegevens resultaten verkregen die door middel van triangulatie geconvergeerd zijn (Yin, 2018).

De secundaire data is verkregen uit jaarverslagen, interviews met andere partijen, websites, boeken, publicaties in tijdschriften, rapporten en krantenartikelen. De jaarverslagen van de beurgenoteerde ondernemingen zijn openbaar toegankelijk. Voor de andere partijen zijn de jaarverslagen opgevraagd via de Kamer van Koophandel, waar jaarrekeningen worden gedeponeerd.

3.3 Data-analyse

De onderwerpen die als leidraad zijn gebruikt zijn in bijlage A opgenomen. Van de video- of geluidsopname werden de interviews getranscribeerd (binnen 24 tot 48 uur) en de verkregen data gecodeerd met behulp van de Gioia-analyse. Dit heeft geleid tot concepten (eerste orde) die de besproken onderwerpen weergeven. Door de concepten te combineren ontstaan er thema's (tweede orde). De uiteindelijke synthese resulteert in één of meerdere dimensies (derde orde) die een overzicht op hoog niveau geeft van de verkregen informatie (Gioia et al., 2013).

De thema's zijn ter verduidelijking van geanonimiseerde citaten voorzien. Daarvoor zijn de thema's (3^e orde) en subthema's (2^e orde) gebruikt om de resultaten te structureren, zoals weergegeven in Tabel 5.

Thema (3 ^e orde)	Subthema (2 ^e orde)
▪ Due diligence	▪ Financieel ▪ Juridisch ▪ Fiscaal ▪ Commercieel en operationeel niveau
▪ Strategische afhankelijkheid	▪ Delen van <i>resources</i> ▪ Uitbreiding diensten en (<i>shared</i>) services ▪ Fysieke <i>resources</i>

	▪ Medewerkers/personeel
▪ Integratie van bedrijven	▪ Mate van integratie ▪ Autonomie van organisatie ▪ Organisatiestructuur ▪ Bedrijfsculturen (managementstijl)
▪ Post-acquisitie	▪ Integratieplan en -proces ▪ Operationele resources (dierenartsenpraktijken) ▪ Synergieën/ Waardecreatie

Tabel 5. Coderingsschema met thema's (3e orde) en sub thema's (2e orde).

Op basis van de afgenomen interviews is een cross-case analyse gedaan waarin werd gekeken naar vergelijkbare constructen en thema's in de verschillende cases. Met de cross-case analyse werd gestart toen de interviews waren getranscribeerd en gecodeerd. Door middel van de uitgevoerde cross-case analyse zijn de belangrijkste codes bestudeerd en zijn de uitgebreidheid van het due diligence proces, de strategische afhankelijkheid van beide organisaties en de integratie van het overgenomen bedrijf bestudeerd. De onderzochte thema's houden verband met de waardecreatie in de post-acquisitiefase.

4 Resultaten

De onderdelen harde en zachte due diligence beïnvloeden wellicht de keuze voor strategische afhankelijkheid en de organisatorische autonomie tijdens overnames binnen de diergeneeskundige sector. De opgedane informatie en kennis in de pre-acquisitie fase beïnvloeden de keuzes voor een integratiestrategie. Tijdens deze voorafgaande processen wordt de overnemende partij en ook de overgenomen partij in staat gesteld om kennis te vergaren en de geschiktheid van een bepaalde integratiestrategie te bepalen, zodat dit kan leiden tot waardecreatie in de post-acquisitiefase.

De meest kenmerkende citaten van de pre-acquisitie tijdens het due diligence proces zijn vanuit het perspectief van de overnemende partij en de overgenomen partij en per case weergegeven. Aangezien het pre-acquisitie proces invloed heeft op de gemaakte keuzes in de post-acquisitie fase zijn hiervan ook de meest kenmerkende citaten in de onderstaande tabel weergegeven, zie Tabel 6.

	Due diligence Kenmerkende citaten:	Post-acquisitie Kenmerkende citaten:
COWCOM	▪ "...een stuk due diligence doen we zelf op basis van ervaringen uit het verleden. Wij gebruiken hier een aantal partners voor onderdelen tax, finance en juridisch... eerder communiceerden de partners direct met klinieken... Alleen ze snappen de business niet... voor ons minder relevante vragen. Dus uiteindelijk werd ervoor gekozen de vragen aan ons te laten stellen. Wij filteren en gaan dat weer bij verkopende partij neerleggen." (M&A Director) ▪ "...financiële dingen, ook een aantal dingen qua personeel. Er wordt heel uitgebreid gevraagd naar of wij eventueel nog claims hebben van andere bedrijven, andere personen en ook voor wat betreft het pand... En dan gaat het natuurlijk toch altijd dat er erfdienstbaarheden zijn... verborgen claims of achterstallige betalingen zijn of leningen die verstrekt zijn vanuit de praktijk aan derden of individuen..." (Vennoot – BULLPRAC)	▪ "...Je hebt iets opgebouwd. Een bepaalde identiteit en bestaansrecht als bedrijf zijnde en klanten komen daarvoor... Wij hebben niet de ambitie om een consumentenmerk te gaan maken. Dus alle klinieken die opereren dus gewoon onder hun eigen identiteit... omdat je gewoon met een groep samenwerkende praktijken bent. En er heel weinig van top down naar beneden gedrukt wordt. Maar het is juist met z'n allen maken we er gewoon een succes van." (M&A Director) ▪ "Er moet verder doorontwikkeld... een groter arsenaal... een aantrekkelijke mogelijkheid... een verdere uitbreiding van de mogelijkheden... die mogelijkheid ligt er nu... want op dit moment zijn er ook gewoon specialistenklinieken die hun service en een dingen aanbieden... Alleen nu ben je niet beperkt dat je bijvoorbeeld naar een bepaalde kliniek moet doorverwijzen omdat je nog een zelfstandige praktijk bent." (Vennoot - BULLPRAC)
DOGCOM	▪ "Eigenlijk drie due diligence processen: financieel, fiscaal en juridisch... Dus op die manier wordt nagekeken het juridische due diligence dat is eigenlijk het uitgebreidste...met name waar loopt een beursgenoteerd bedrijf risico's." (Algemeen directeur)	▪ "Op maandag moeten de cijfers bekend zijn en ingevoerd in het hetzelfde praktijk managementsysteem, zodat er dit kan worden bekeken... en de middelen zijn van een vast merk. Maar klinische vrijheid is er beperkt." (Algemeen directeur)

	▪ Zo'n due diligence proces wordt ervaren als een ramp... Het gaat zo ver... Het is allemaal geen hogere wiskunde, die dierenartsenpraktijken. Als je wil een beetje verstand van hebt, dan zie je al zo van hoe het in elkaar zit... ze hebben het over btw-aangiftes van de afgelopen jaren, ziekteverzuim cijfers. En ... ze bankrekeningen door... zij zitten er vanuit een bedrijfseconomische filosofie in, maar dierenartsen zijn toch wat anders." (M&A Directeur)	▪ "Waarbij deze partij overgenomen partijen het meeste probeert in een mal te krijgen. Het is ook een ander soort bedrijf. Deze grote beursgenoteerde onderneming die winst moet maken en die alles zelf doet, hebben diergeneesmiddelenproductie, dietvoeders tot aan de crematoria toe. Dus die hebben echt wel een vrij strak model waar ze mensen geleidelijk in duwen." (Mede-eigenaar ALPHA CONSULTANCY)
HORSECOM	▪ "...dat is allemaal voor juridische disputen... de adviseurs... waren een groot accountancy en tax firm en een advocatenkantoor." (Business Development Advisor) ▪ "Verliep heel soepel... kwam een lijst met documenten die ze wilden inzien.... De boekhouding wordt volledig doorgelicht... werd ook gekeken naar key medewerkers... gevraagd naar rechtszaken... claims en wat voor afspraken met crediteuren... in de gesprekken kwam de cultuur naar voren..." (Regiodirecteur)	▪ "Die hebben ten eerste een wat behoudende strategie... vragen zich veel meer af deze praktijk willen we die echt hebben... en daar is groei al zich niet per se het allergrootste doel. Die zijn echt aan het consolideren." (Partner RHO CONSULTANCY) ▪ "...veel ruimte geven om gewoon in ieder geval naar de klanten toe te zijn wie we zijn en niet in een keurslijf te gieten en organisatorisch gaan er wel dingen veranderen." (Regiodirecteur) ▪ "Deze overnemende partij komt aan de structuur van de praktijk en gaat dit volledig veranderen.... Dat vond ik niet prettig." (Operationeel directeur)
CATCOM	▪ "...die due diligence daar zitten nog wel... wat aandachtspunten in. Bijvoorbeeld dat je in het verleden gebrekkige administratie... deze posten uitsluiten bij de transactie... uiteraard een hele grote component HR in. Want personeel is het een soort van belangrijkste... in een kliniek..." (COO) ▪ "Due diligence heb ik geen probleem mee gehad, maar ik denk het normale gesteggel over de bedragen... vaak wordt er gekeken naar de cijfers. En dan nog niet eens naar hoe die dierenartsen werken, alleen naar de cijfers... Ik zou eens kijken onder de motorkap... normaalgesproken gebeurt dat niet." (Medeaandeelhouder)	▪ "Honderd procent van de aandelen van de kliniek worden aan ons verkocht en je koopt daarna meteen tussen de 25 en 50 procent weer terug van je kliniek. En daarna verandert er weinig je bent de baas van de kliniek en we verwachten ook dat je de baas bent en blijft uitdragen. Je verkoopt iets, maar je blijft toch verantwoordelijk en je blijft toch gebonden... eigen identiteit en eigen beslissingsbevoegdheid... Ik merk dat heel veel dierenartsen het moeilijk vinden om in ons model in te stappen." (COO) ▪ "...je hebt een minderheidsaandeel in de groep... je blijft ondernemer... invloed op earn-out... je bent je eigen baas in je eigen kliniek.... (Medeaandeelhouder)

Tabel 6. Kenmerkende citaten uit verschillende cases over due diligence en de post-acquisitie.

4.1 Due diligence

Alvorens er gestart wordt met het due diligence proces is het volgens verschillende respondenten belangrijk om tijdens de pre-acquisitiegesprekken de beoogde doelstellingen met elkaar te bespreken. Op basis van dit soort gesprekken wordt er gekeken of deze dierenartsenpraktijk interessant is voor de

overnemende partij en voor de over te nemen partij (target). Daarna wordt er gestart met de onderdelen uit het due diligence proces die voornamelijk bestaan uit een financieel, juridisch en fiscaal deel. Zo geeft de Algemeen directeur van DOGCOM aan: *“de voorspelbaarheid van de rentabiliteit van een praktijk uit het due diligence te halen zou zijn [...] daar geloof ik niet in”*. Daar dient aan toegevoegd te worden dat dezelfde respondent aangeeft dat de due diligence bestaat uit: *“...drie due diligence processen: financieel, fiscaal en juridisch”*. Zowel bij COWCOM, DOGCOM en HORSECOM wordt de due diligence door vaste partners uitgevoerd. De vaste partners bestaan veelal uit een accountancy- en (fiscaal)advieskantoor, verantwoordelijk voor het financiële en fiscale due diligence deel en een advocatenkantoor voor het juridische deel. De COO vult aan dat COWCOM, DOGCOM en HORSECOM gebruikmaken van vastomlijnde processen en structuren en dat CATCOM dit op kliniekniveau doet. De respondent zegt hierover: *“Die hebben meer vaste structuren, qua biedingen, juridische structurering CATCOM is flexibeler in het bedenken van de deal”*. Belangrijk is het om in de financiële waardering rekening te houden met risico's, zo vertelt de M&A Director van COWCOM: *“Dus op moment als je een risico inschatting maakt, dan kun je dus in een financieel voorstel er rekening mee houden. In de verwachting van het resultaat van de kliniek voor de komende jaren...”*.

De financiële issues worden in beeld gebracht, zo geeft de Senior Integration Manager van COWCOM aan dat: *“voordat wij het overnamen...met alleen de lusten, de lasten zitten er ook in. Wij spreken wel dingen af over sommige van die lasten, want anders dan kan je wel een kat in de zak kopen.”* Bij COWCOM wordt daarom de hiernavolgende methode gebruikt: *“... bouwen per overname van een kliniek, bouwen we gewoon een budget”*, aldus de M&A Director van COWCOM.

Bij een praktijkovername bestaat de financiële waardering volgens de Senior Consultant van SIGMA CONSULTANCY uit een stuk goodwill, inboedel of inventaris, (medicijn) voorraden en het personeelsbestand, waarbij oud-eigenaren in enkele gevallen zich committeren aan een loondienstverband met daaraan gekoppeld een prestatiebeloning. Als de omzet van de kliniek een bepaald percentage toeneemt ten opzichte van de omzet op de overnamedatum staat hier een vergoeding tegenover. Dit wordt een earn-out genoemd en is bij de overnamedeals in de diergeneeskundige sector gebruikelijk. Dat vertelt de Business Development Advisor van HORSECOM: *“Overnamedeals worden ook voor een deel gestructureerd op een earn-out... veel groeipotentie... als jij een bepaalde targets haalt, krijg jij nog een nabetaling...Dus als jij die EBITDA-groei inderdaad realiseert dan... het zijn natuurlijk dierenartsen en die kennen geen finance dus als die EBITDA horen...”*. Uit het interview met de Senior M&A Advisor van ALPHA CONSULTANCY wordt er bij de earn-out een kritische opmerking geplaatst: *“...je ziet in de overeenkomsten, want er wordt wel opgestuurd. Het personeelsbestand is een percentage van de omzet en op moment dat dat percentage dus te hoog wordt... te hoge kosten, wat de winst gaat drukken. Maar daar hebben ze wel iets op gevonden, want dat betekent dat je de nabetaling als je die het afgesproken dat die ook komt te vervallen. Want zoals dat gaat, zeg maar in algemene zin... Je krijgt het bedrag up front en daarna bij afgesproken prestatienormen krijg je een bedrag erna. Maar dat is afhankelijk van de verhouding omzet en personeel”*.

Bij HORSECOM werden er keuzes gemaakt over de fysieke resources zoals vastgoed. Volgens de Business Development Advisor waren de overnamedeals die gedaan zijn erg verschillend en werd daar tijdens de overnamewaardering en het due diligence proces rekening mee gehouden: *“Het was ook best wel complex, want soms namen we het vastgoed over en bij andere deals ging het vastgoed niet mee. Als het echt niet anders kon, namen ze het vastgoed over maar dat hebben ze dan weer verkocht, terug geleased... want willen flexibel blijven - er is een sale-lease back gedaan.”* Fysieke resources, zoals vastgoed heeft invloed op de financiële waardering. Er wordt tijdens het due diligence proces geïnventariseerd wat voor contractduur van toepassing is op het vastgoed er wordt nagegaan of het een huurpand of een koop pand betreft. De Mede-eigenaar van ALPHA CONSULTANCY geeft aan: *“Langdurig vastgoed deals hebben een negatieve invloed op de waarde van je onderneming”*.

Er bestaan verschillende overnametransacties binnen de diergeneeskundige sector. Binnen de diergeneeskundige sector is sprake van *sharedeal* (overnemen van aandelen) of *asset-deal* (activa-passiva transacties). Dit is onder andere afhankelijk van de rechtsvorm van de dierenartsenpraktijk. Zo komen bij dierenartsenpraktijken verschillende rechtsvormen voor, zoals: eenmanszaken, maatschappen, vennootschap-onder-firma (VOF) en besloten vennootschappen (BV's). Het overgrote deel van de dierenartsenpraktijken bestaat volgens de M&A Directeur van OMEGA CONSULTANCY uit: *“De meeste praktijken zijn niet eens een BV, maar een maatschap of een eenmanszaak”*. De Mede-eigenaar van ALPHA CONSULTANCY: *“Het middel wat onderschat wordt, is de flexibiliteit van de maatschap en de vennootschap onder firma... Vrije rechtsvorm waarin je je verdeling van werk, inkomen, aandeel, primaire arbeidsverhouding, overwinst kun je waanzinnig vrij inrichten, maar traditioneel gebeurt dat niet.* De CFO van THETA CONSULTANCY: *Binnen de veterinaire tak dan voorheen waren dat eigenlijk hoofdzakelijk alleen maar maatschappen. Dat was de standaard structuur en BV kwam nauwelijks voor. Ik zie nu wel, met name het laatste jaar, dat er wel toename is van mutaties vanuit de maatschap naar bv”*. Aanvullend hierop zegt M&A Consultant van DELTA CONSULTANCY: *BV's zijn een extra administratieve last en vaak deden ook asset overnames. Dan hou je de klanten, de assets nam je dan over die stopte je in de BV. Dat is gewoon lekker clean...BV is toch een extra management, daar kunnen ook nog extra claims op zitten”*. De Business Development Advisor van HORSECOM bevestigt dit: *“Je koopt die aandelen en dan heb je de hele juridische entiteit met alles wat eraan zit... een BV... Bij een VOF of een maatschap... allemaal activa en passiva transacties dus... nemen die de klanten over... dus de activa... dat gekoppeld is aan de privépersoon.”* In de diergeneeskundige sector bestaan bij COWCOM de transacties volgens de M&A Director uit: *“ongeveer 40% sharedeals en de rest uit assetdeals”*.

Na overname worden de dierenartsenpraktijken veelal in een BV-structuur opgenomen. Dit gebeurt bij COWCOM, DOGCOM, HORSECOM en CATCOM. Zo verteld de M&A Director van COWCOM: *“...als wij een asset deal doen dus de activa kopen, dan brengen we... alle activa van dat bedrijf plus het personeel direct onder in een BV. Op moment als wij in een aandelentransactie doen dan kopen we de hele BV... En twee keer per jaar fuseren we dat allemaal omhoog naar de desbetreffende identiteit”*. Waar de Senior Integration Manager van COWCOM op aanvult: *“Dus een*

sharedeal. Die blijven nog hun eigen salarisadministratie in het begin houden, dus die worden nog niet volledig overgezet. Die krijgen pas later op moment dat met een BV fuseren." Bij HORSECOM worden twee mogelijkheden benut. In sommige gevallen wordt het overgenomen bedrijf ondergebracht onder een buitenlandse entiteit. En bij andere overnames van HORSECOM wordt de bestaande naam van de dierenkliniek gewijzigd en de naam HORSECOM gecombineerd met een naam van de dierenkliniek in de vorm van een besloten vennootschap. Hierdoor wordt de naam HORSECOM bij iedere dierenartsenpraktijk uitgedragen. Dit is bij COWCOM niet het geval, omdat daar twee keer per jaar fusievoorstellen worden gedaan en onder COWCOM gevoegd in een BV structuur. Dit wordt bij COWCOM tegelijkertijd en op groepsniveau gedaan terwijl bij HORSECOM dit op kliniekniveau gebeurt. DOGCOM neemt de aandelen over van de BV en treedt toe als bestuurder, maar de BV blijft gehandhaafd. En bij DOGCOM geeft de Algemeen directeur aan dat de juridische due diligence het uitgebreidste onderdeel is en geeft ook aan waarom, namelijk: *"Het zit hem met name vast op waar loopt een beursgenoteerd bedrijf als DOGCOM risico's"*. CATCOM kiest voor een andere methode en richt per regio een BV op en brengt hier vervolgens individuele dierenklinieken in onder in een BV-rechtsvorm.

Commercieel niveau (Klantrelaties)

Bij de dierenartsenpraktijken zijn er volgens M&A Consultant van DELTA CONSULTANCY bepaalde risico's: *"...veel afhankelijkheden van klanten of key medewerkers is ook een groot risico. Als die weggaan dan stort thans toch heel de business case in. Zorg dat je stabiele en gediversifieerde klanten hebt en dat je goed ondersteunend personeel hebt"*. Essentieel is het volgens de Business Development Manager van ALPHA CONSULTANCY om te bekijken wat klanten echt belangrijk vinden en zegt: *"Een vast gezicht dat willen klanten het liefst. En als dat bij een overnemende partij lukt... een praktijk zo te behouden dat ze echt precies zo kunnen doorwerken. Zoals het was met dezelfde gezichten et cetera"*. De M&A manager van COWCOM vult aan en bevestigt dit: *"Voor een klant is gewoon belangrijk. Heb ik mijn eigen dierenarts nog? Zit die assistente dan nog? Zijn ze op dezelfde manier aan t werken? Zijn ze nog open zoals ik het ken?"*. Ook is de klantvraag anders geworden volgens de M&A Director van COWCOM: *"de klant wil dat die diagnostische capaciteiten van een kliniek gewoon omhooggaan. Daar zie je dat het de omzetontwikkeling in deze branche vandaan komt."* Het is belangrijk om rekening te houden met het klantenbestand van dierenartsenpraktijken mede omdat dit nogal divers is. Dit komt omdat praktijken te maken hebben met een gevarieerdheid aan soorten klanten. Een van de respondenten benadrukt dit: *"vooral omdat je natuurlijk met heel veel verschillende gelaagdheid in de bevolking te maken hebt"*, zegt de Regiodirecteur van HORSECLINIC. Vervolgens zegt de Senior Projectmanager van KAPPA CONSULTANCY: *"de meeste mensen zijn hartstikke trouw en hartstikke loyaal naar hun eigen dierenarts."* Waarop de Senior Advisor van BETA CONSULTANCY aanvult: *"Zodat je dus niets nodig hebt om heel veel nieuwe klanten te werven maar gewoon maximale uit je bestaande klanten en je relaties ook verbetert."* Het is belangrijk om te inventariseren gedurende de pre-acquisitiefase wat bij de over te nemen partij essentiële elementen zijn op het gebied van de klantrelaties, klanttevredenheid en de klanttrouw. En zorg ervoor dat gedurende de overname en

voornamelijk na de overname, gedurende de post-acquisitie fase sprake is van continuïteit, zoals M&A Consultant van DELTA CONSULTANCY vertelt: *“Ja, continuïteit voor klanten is een belangrijke, dat klanten niet zomaar weglopen.”*, en de M&A manager van COWCOM zegt: *“Iedere kliniek is heel uniek. En dus heeft zijn eigen manier van werken en z'n eigen type klanten die daarbij passen.”*

Operationeel niveau

Dierenartsenpraktijken hebben een eigen IT-systeem en boekhoudsysteem, en tijdens het due diligence proces wordt onderzocht of deze systemen aansluiten bij de overnemende partij. Bij een aantal dierenartsenpraktijken is het niet een enorme transitie omdat er sprake is van een IT fit en compatibiliteit. Zo vertelt een van de dierenartsen: *“Systeem, software en IT- systemen hebben ze precies hetzelfde... Het is eigenlijk de grootste in Nederland”*. Een integratievraagstuk is volgens M&A Consultant van DELTA CONSULTANCY: *“Eerst de technologie tackling die je moet doen het goed matchen met interne technologie. Dus als jij het bepaalde voorbeeld programmeertalen hebt, heb je bepaalde dingen die ook goed op elkaar moeten koppelen of een boekhoudsysteem. Wat ik eigenlijk al een beetje toelichtte dat is de boekhouding moet, moet worden overgezet.”* Bij COWCOM is het een voorwaarde om dezelfde boekhouding en IT-systemen te gebruiken, waarbij het boekhoudsysteem en IT-platform na de overname worden overgezet. Dit zien we ook terug bij DOGCOM en HORSECOM. Bij CATCOM blijven de IT-systemen als vanouds en daarover zegt de COO: *“Wij bemoeien ons niet met het reilen en zeilen van de kliniek... En eigenlijk operationeel en financieel gezien, stellen we ook niet heel veel eisen...Ondersteuning wil op de vlakken, zoals HR en Finance is geregeld. Juridisch en...HR-ondersteuning”*

Medewerkers/personeel - Functionele vaardigheden

Er is binnen de diergeneeskundige sector een groot risico en een enorme uitdaging omdat er een groot tekort is aan dierenartsen. Dat terug te zien is in het aantal acquisities bij DOGCOM en HORSECOM, waar de focus in eerste instantie meer is gericht op het behoud en consolideren. Bij COWCOM is het aantal overnames toegenomen en wordt er gekeken naar mogelijkheden om de taken van medewerkers binnen dierenartsenpraktijken verder uit te breiden. Binnen de sector wordt gekeken naar mogelijkheden om buitenlandse dierenartsen aan te trekken, daarbij speelt COWCOM een actieve rol.

Meerdere respondenten geven dit aan, zo zegt onder andere de Senior Advisor van BETA CONSULTANCY: *“heel veel klinieken die de vacatures niet kunnen vullen. Een ander soort generatie die meer aan de werk privébalans werkt is van generatie.”* Waarop de Senior Integration Manager van COWCOM aanvult dat het grote tekort aan dierenartsen ervoor zorgt dat er efficiënter moet worden gewerkt. Zodat er gekeken wordt wie eventuele taken van dierenartsen kunnen overnemen. Echter wordt dit door wet- en regelgeving – het Besluit diergeneeskundigen (Staatssecretaris van Economische Zaken, 2014) - beperkt, maar de Senior Projectmanager van KAPPA CONSULTANCY geeft al aan dat bij dierenartsenpraktijken gekeken wordt naar een andere taakverdeling bij de

medewerkers, en zegt daarover: *“paraveterinair doen al heel veel. Echt wel heel veel. In de meeste gezelschapsdierenpraktijk in ieder geval doen ze ook mee, doen ze al heel veel.”* Door personeelsschaarste in de diergeneeskundige sector nemen de personeelskosten steeds verder toe. En daarover vertelt de CFO van THETA CONSULTANCY: *“In gezelschapsdierenpraktijk is dat de belangrijkste kostenpost.”* Een effect daarvan betreft de contractuele afspraken met medewerkers en is opgenomen in de arbeidsovereenkomsten die worden opgesteld door de overnemende partijen. Dit is volgens de Mede-eigenaar van ALPHA CONSULTANCY een andere werkwijze dan zoals het gewend was binnen de diergeneeskundige sector, namelijk: *“Aan de hand van de contractuele bepalingen zie je gewoon dat het Angelsaksische clubs zijn. Als je bijvoorbeeld kijkt naar de arbeidsovereenkomsten. Hele uitgebreide, lange, dwingende contracten met een hele zakelijke insteek... De manier waarop dat is echt Amerikaans, niet Nederlands.”*

Medewerkers zijn een van de lastigste onderdelen om te onderzoeken tijdens het due diligence proces maar zijn een van de belangrijkste onderwerpen voor waardecreatie bij dierenartsenpraktijken. *“Het is natuurlijk echt een servicegerichte organisatie, de mensen zijn gewoon het allerbelangrijkste. Dat zijn heel zakelijk gezegd de allergrootste assets van ons bedrijf”*, zegt de M&A Director van COWCOM. Daarbij is het belangrijk dat er weinig tot geen wijzigingen plaatsvinden in het personeelsbestand. Want volgens de Directeur van GAMMA CONSULTANCY: *“Het personeel van dierenklinieken is heel gevoelig voor dat het allemaal een beetje hetzelfde blijft en misschien af en toe het aantal stoffige imago behoudt moet niet allemaal te snel zijn”*. Eveneens geeft de Medeaandeelhouder van CATCLINIC aan: *“Het team moet gewoon aan elkaar blijven. Het moet bij mekaar blijven en dat bepaalt een groot deel van het succes. En ik denk de mate van betrokkenheid van de overnemende partij bepaalt ook het succes.”* Vooral de betrokkenheid van de overnemende partij en het aanbieden van verschillende mogelijkheden zorgt ervoor dat bij de medewerkers van de overgenomen partij een doelstelling als hoogwaardige diergeneeskundige zorg kunnen worden bereikt. Zo zegt de Regiodirecteur van HORSECLINIC: *“Hoe doe je dat? Door het personeel op te leiden en dat vergroot ook het werkplezier omdat je meer kennis en kunde hebt”*. En de Algemeen directeur van DOGCOM vertelt: *“Uiteindelijk moet het team het doen, dus daar moet je het van hebben. Een tevreden team, dat voor elkaar wil werken en dat zie je heel goed terug in de resultaten.”*

4.2 Strategische afhankelijkheid

Delen van resources

De overnemende partijen hebben een grotere omvang en daarmee de mogelijkheid om grotere inkoopvoordelen te bereiken. Dat vertelt de CFO van THETA CONSULTANCY: *“Het inkoopbeleid is wel vaak gecentraliseerd...gewoon gezamenlijk de inkoop...groter blok vormen en een korting kunnen krijgen op de inkoop. Er wordt flink gestuurd dat de inkoopwaarde van die medicijnen en gebruiksgoederen zo laag mogelijk is.”* Afhankelijk van de markt waarin de dierenartsenpraktijk actief is, wordt er onderscheid gemaakt tussen grote huisdieren (landbouwhuisdieren) en kleine huisdieren

(gezelschapsdieren). Als de dierenartsenpraktijk zich richt op beide onderdelen noemt men dit een gemengde praktijk. Bij dierenartsenpraktijken die zich richten op landbouwhuisdieren zijn de inkoopmogelijkheden van groter belang. Daarnaast zegt de Senior Advisor van BETA CONSULTANCY: *“De landbouwhuisdierenmarkt heeft veel te maken met overheid en met regelgeving...De gezondheid van onze volksgezondheid. Dat is heel anders en daar is dus veel minder geld in te verdienen.”* Bij een landbouwhuisdierenartsenpraktijk zijn namelijk de medicijnvoorraden groter dan bij een gezelschapsdierenartsenpraktijk, en is er dus relatief meer voordeel te behalen uit groter inkopen. En de CFO van THETA CONSULTANCY vult aan: *“De volumes zijn ook heel hoog bij die grote huisdieren. Dus er gaan echt een heel hoog volume aan medicijnen et cetera doorheen. Dus qua voorraad is relatief best wel hoog. En dus je moet vooral op je kosten sturen, daar kun je dan voor zowel de boer als voor jou als praktijk... extra rentabiliteit creëren.”*

Voor de over te nemen partijen zijn er meer investeringsmogelijkheden. Dit komt omdat overnemende partijen toegang hebben tot meerdere financiële resources. Daardoor worden er door de overnemende partijen (COWCOM, DOGCOM, HORSECOM en CATCOM) verschillende mogelijkheden geboden voor investeringen. Waarbij de overnemende partijen meerdere financiële resources ter beschikking stellen. Bij de target wordt deze behoefte ook vaak aangegeven, zo vertelt de Senior Integration Manager van COWCOM: *“9 van de 10 keer de keuze waarom... ambitie. Ik wil meer. Ik wil groter. Ik wil investeren in mijn kliniek en daar heb ik jullie gewoon voor nodig.”* Maar daarvoor dient er wel een businesscase gemaakt te worden en voldoende caseload te zijn, wat de Algemeen directeur van DOGCOM aangeeft: *“investeringen rechtvaardigen. Als voorbeeld een ct scan voor gezelschapsdierenpraktijk. Als dat ding twee keer in de week draait... hoe zorg je voor voldoende caseload dat zo'n investering uit kan.”* En de bereidheid van de overnemende partijen is er om te investeren in de klinieken, maar wel vanuit een bedrijfseconomisch perspectief. En dezelfde respondent vult aan: *“We kunnen best investeren in ons klinieken, maar ook daar zitten natuurlijk gewoon grenzen aan. Het moet wel rendabel zijn.”* Zo wordt daarop aangevuld dat als de overgenomen partij meerdere partijen in een gebied heeft overgenomen ook gekeken moet worden naar de samenwerkingsmogelijkheden. En de COO van CATCOM geeft aan voordat er investeringen worden gedaan er een businesscase moet worden gemaakt om te bekijken of de investering rendabel te krijgen is.

Uitbreiding diensten en (shared) services (allocatie)

Daarnaast vindt er in de diergeneeskundige sector veel differentiatie plaats zo vertelt Senior Projectmanager van KAPPA CONSULTANCY: *“Al denk ik wel dat als je nou hebt over toekomst... echt die differentiatie hebt. Dus dat je gezelschapsdieren hebt, paarden en landbouwhuisdieren. En in de landbouwhuisdieren heb je ook al veel meer die pluimvee varken herkauwers dus die differentiatie.”* En dit bevestigt ook de M&A Director van COWCOM: *“Dus de generalist komt te vervallen en het wordt meer gewoon in verschillende differentiaties werken.... Je hebt dus een bepaald volume nodig om een praktijk rendabel te krijgen. In Nederland heb je ongeveer 200 praktijken denk ik, die technisch failliet*

zijn en waar een omzet tussen de 2 en 3 ton gedraaid wordt. Maar de allround dierenarts alles doet. Ja, die bestaan niet meer over 10 jaar.” Op kliniekniveau zien we dus steeds meer differentiatie en specialisaties terwijl op groepsniveau van de overnemende partijen de verschillende disciplines die aanwezig zijn in de diergeneeskundige sector worden geacquireerd. Bij COWCOM die zowel eerstelijns-, tweedelijnspraktijken en gemengde praktijken overneemt. HORSECOM neemt volgens de Senior Consultant van SIGMA CONSULTANCY: *“Niet heel graag runderpraktijken of gemengde praktijken over”*, maar kiest voornamelijk voor gezelschapsdierenpraktijken en dan gefocust op specialistische zorg, daarnaast bieden zij ook eerstelijns diergeneeskunde. Hebben een vergelijkbaar model als dat van COWCOM waarbij lokale klinieken doorverwijzen naar eigen dierenziekenhuizen. DOGCOM heeft net als COWCOM en HORSECOM-eerstelijnsklinieken en tweedelijnsklinieken voor kleine en grote huisdieren, maar geen dierenziekenhuizen (hubs) waardoor er is gekozen voor een model waarbij er een nauwe samenwerking is tussen de (eigen) eerste en tweelijnsklinieken. De spreiding tussen de locaties is bij DOGCOM groter dan bijvoorbeeld bij COWCOM en HORSECOM, waar per zoveel satellietvestigingen een hub wordt gevestigd. Zo kiest bijvoorbeeld COWCOM voor een model met satellietvestigingen en hubs. Waarbij de satellietvestigingen (eerstelijnsklinieken) indien noodzakelijk doorverwijzen naar de hubs (tweedelijnsklinieken). De hubs zijn in dit geval dierenziekenhuizen, voorzien van verschillende specialismen. Zoals de M&A Director van COWCOM aangeeft: *“De ziekenhuizen... die zijn echter ondersteuning van de eerstelijnsklinieken.”* Daarom is het uitgangspunt bij DOGCOM om meer samen te werken tussen de klinieken ook als de klinieken onder een andere overname partij valt. Wat DOGCOM de beschikking over een uitgebreid portfolio dat bestaat uit een eigen apotheek, eigen crematoria, eigen laboratoria. Waar de Mede-eigenaar van ALPHA CONSULTANCY over zegt: *“DOGCOM die alles zelf doet, hebben stukken die de diergeneesmiddelenproductie, de dieetvoeders tot aan de crematoria toe. Als je bij COWCOM en HORSECOM kijkt is de focus van het management vooral geweest groei, groeitempo en krijg je dus pre overname... het grootste deel van de energie gaat in het kopen van nieuwe praktijken.”* CATCOM heeft momenteel alleen eerstelijnszorg en is gericht op gezelschapsdierenpraktijken. Er wordt dus door de overnemende partijen gekozen voor het uitbreiden van de dienstverlening, breder marktsegment, en het delen van bepaalde services. En ook gebruik te maken van resources en capabilities - bijvoorbeeld medische (specialistische) kennis - op andere locaties.

Fysieke resources (medische apparatuur, vastgoed)

Voornamelijk dierenartsenpraktijken die gericht zijn op gezelschapsdieren beschikken over fysieke resources. Zij hebben daarnaast een hoeveelheid aan eigen medische apparatuur (laboratorium-, röntgen-, echoapparatuur eventueel een CT-scan) staan. Het is daarvoor belangrijk om te kijken of deze fysieke resources van voldoende caseload kunnen worden voorzien of dat er gekozen wordt voor het onderbrengen van deze fysieke resources op een andere locatie. Aangaande de fysieke locaties (vastgoed) wordt gekeken naar de potentie en mogelijkheden van dierenartsenpraktijk op locatie. Hiervoor gaan overnemende partijen huurovereenkomsten aan, de duur van deze overeenkomst is afhankelijk van (omgevings)factoren en mogelijkheden voor waardecreatie.

4.3 Integratie van bedrijven

Mate van integratie

Bij COWCOM is gekozen om voor een andere strategie dan bijvoorbeeld bij DOGCOM en HORSECOM. Zo wordt bij COWCOM bijvoorbeeld niet gekozen voor een uniforme huisstijl, prijzen worden niet gestandaardiseerd, maar op kliniekniveau bepaald, en niet volgens protocollen gewerkt om efficiëntie te bereiken. Wat wordt aangepast zijn de backoffice activiteiten, zoals de inkoop, accountancy en IT. Zo wordt bij HORSECOM: *“veel ruimte geven om gewoon in ieder geval naar de klanten toe te zijn wie we zijn en niet in een keurslijf te gieten en organisatorisch gaan er wel wat dingen veranderen, maar dat is met name de backoffice”* volgens de Regiodirecteur van HORSECLINIC.

De uniforme uitstraling naar de externe omgeving bij DOGCOM en HORSECOM wordt ook aangeduid onder welke keten/groep de desbetreffende dierenkliniek valt maar dit is niet zichtbaar bij de dierenklinieken die onder COWCOM en CATCOM vallen. Hierbij wordt zoveel mogelijk de autonomie van de dierenartsenpraktijk voor de externe omgeving intact gelaten.

Wat CATCOM doet is het gelijkmatig aanpassen van de operationele zaken en dit aanpassen naar projectmatige, zo vertelt de Business Support Manager: *“Gaandeweg wordt het van operationeel aanpassen naar projectmatige dingen. ... het praktijk managementsysteem na het nieuwe praktijk managementsysteem dat is een overgang... Daar gaan we een project voor inrichten... En dan lopen die projecten eigenlijk gewoon door in het standaard stramien van elke kliniek... We hebben onze eigen lijst van CATCOM... klinieken mogen ook zelf beslissen, maar ze voelen de afstemmingsmodus. En dan zitten we dus in het gewone projecten stramien.”* In dit model zijn de dierenartsenpraktijken volledig autonoom en worden de commerciële en operationele activiteiten lokaal opgelost, gebruikmakend van de bestaande netwerken. Hier wordt gebruik gemaakt van gedecentraliseerde besluitvorming terwijl bij COWCOM, DOGCOM en HORSECOM sprake is van meer gecentraliseerde besluitvorming.

Volledige integratie vindt plaats als een dierenkliniek een beperkte omvang en matige omzet heeft. In dat geval wordt er gekozen om de bedrijfsactiviteiten en mogelijk in combinatie met een deel inventaris onder te brengen bij een andere locatie. Zo wordt door een van de respondenten verteld dat er een aantal klinieken worden samengevoegd en als een andere kleinere kliniek niet toekomstbestendig is wordt het klantenbestand elders ondergebracht en dan blijft de locatie niet bestaan.

Autonomie van organisatie

De over te nemen partijen (dierenartsenpraktijken) zijn autonome bedrijven met initiatiefrijke mensen op gebied van zorgverlening. Allereerst zegt de Mede-eigenaar van ALPHA CONSULTANCY: *“Ons valt op in de diergeneeskunde er weinig structureel over die wat grotere autonomie thema's gedebatteerd wordt.”* Dit gaat met name over de over te nemen partijen (targets). Terwijl bij de overnemende partijen volgens de M&A manager van COWCOM in hun organisatie bewust is gekozen voor autonomie van de overgenomen organisatie, omdat het beter aansluit bij het type bedrijf en mens. De M&A manager van

COWCOM vervolgt: *“iedere kliniek is heel uniek. En heeft zijn eigen manier van werken z'n eigen type klanten die daarbij passen. Dus je wil dat ook niet te veel aankomen... Dus daar ga ik niet te veel aan proberen te sleutelen. Dat is een bewuste keuze geweest. Wij hebben mensen nodig die die kar blijven trekken. En daar zit heel veel eigen autonomie van de organisatie.”* Als overnemende partij hanteren zij de volgende werkwijze: *“Wij komen alleen maar aan de achterkant waar je het een beetje achter de schermen te helpen. Dat zitten we eigenlijk te doen. Maar we komen niet het toneel op. Dat proberen we zo min mogelijk te doen en dat is een hele bewuste keuze.”*

Organisatiestructuur

De organisatiestructuren van de overnemende partijen en de over te nemen partijen zijn verschillend mede door de organisatieomvang wat verschillen meebrengt in de taakverdelingen en de verantwoordelijkheden en bevoegdheden. Bij de over te nemen partijen is veelal sprake van een platte organisatiestructuur waar een relatief eenvoudige taakverdeling heerst. Als zelfstandig dierenarts bepaal je zelf het beleid en is de organisatiestructuur te overzien. Zo geven meerdere respondenten aan dat het een platte organisatie betreft, waarbij de dierenartsen worden ondersteund door de paraveterinair. Wellicht is er nog een medewerker aangesteld voor de administratieve taken. Een van de respondent geeft aan wat dit voor effect heeft gehad op de dierenkliniek voor en na de overname: *“De lijnen waren heel kort en die lijnen zijn nu mijlen lang geworden en dat is ook een heel groot nadeel.”*, aldus de Operationeel Directeur van COWCLINIC. Er is een andere vorm en meer sprake van hiërarchie en in plaats van verantwoording afleggen aan jezelf of aan de maatschap moet er verantwoording worden afgelegd naar bovenliggende managementlagen. Wat de Partner van RHO CONSULTANCY aangeeft: *“Wat praktijkeigenaren zich niet realiseren is, je wordt middle management... dat is de plek waar je eigenlijk niet wil zitten in een bedrijf. Want eerst had je alleen maar gezeik van beneden en op de plek waar je nu gaat zitten krijg je gezeik van beneden en gezeik van boven - je doet het eigenlijk nooit goed.”* Dit is een andere werkwijze en een andere verhouding (werkgever-werknemer), waarbij andere taken en verantwoordelijkheden horen in een andere organisatiestructuur. Dat geldt voor alle medewerkers binnen de overgenomen dierenkliniek: *“Mensen werken niet meer voor een kleine praktijk met één eigenaar of twee eigenaren, maar voor een grote organisatie met 3.000 man personeel.”* aldus de Partner van RHO CONSULTANCY.

Bedrijfscultuur

De cultuur binnen de dierenartsenpraktijken (target) is verschillend ten opzichte van de overnemende partijen. Zo vertelt de Operationeel Directeur van COWCLINIC: *“Er is een soort cultuur clash. Die baas of die eigenaar die heeft een hele andere agenda dan die dierenartsenpraktijk heeft”*. Er wordt veel bedrijfseconomischer gekeken naar de dierenartsenpraktijk dan dat over het algemeen in de cultuur van de dierenartsen zit, dat bevestigt de Partner van RHO CONSULTANCY: *“De meeste dierenartsen zijn niet gewend om maandelijks naar cijfers te kijken en op doelen te sturen... Vele dierenartsen hebben dus nooit in een commerciële organisatie gewerkt. En die worden echt overvallen door het feit hoe het werkt dat het echt gewoon gaat afrekenen op resultaat.”* Dan vertelt de Senior

Projectmanager van KAPPA CONSULTANCY dat de prioriteiten van dierenartsen ergens anders liggen: *“De meeste dierenartsen houden niet heel erg van het hele bedrijfskundige aspect... Maar wij zijn natuurlijk binnen de diergeneeskunde zo ad hoc bezig.”* Zo zegt de Medeaandeelhouder van CATCLINIC: *“Het is een ambacht; dierenartsen is gewoon een ambacht en het is heel simpel: komt die binnen. Je lost het op.”* De Operationeel Directeur van COWCLINIC zegt: *“Dierenartsen zijn niet van het afwachten... het kan niet dat kost levens.”* Waarbij de cultuur heerst binnen de dierenartsenpraktijken: *“Als we in de spreekkamer staan daar kunnen we geld verdienen. En ja, daar verdienen ze eigenlijk te weinig. Waardoor die andere activiteiten ook belangrijk zijn maar dat voelen ze als bezwaar.”*, volgens de Partner van RHO CONSULTANCY. De Algemeen directeur van DOGCOM vult aan en zegt: *“Dierenarts is een autonoom beroep. Die mensen moet je niet aan de kop zeuren dat ze beter moeten doen. Je moet het, je moet faciliteren dat ze beter kunnen doen.”* Volgens de respondenten zijn dierenartsen eigenwijze mensen en zelfstandige beroepsbeoefenaars die zelfstandig willen werken en op een eigen manier met patiënten om willen gaan.

De moeilijkheid zit volgens de Mede-eigenaar van ALPHA CONSULTANCY met name in de volgende elementen die een belangrijke rol spelen: *“Wat de moeilijkheid... het zijn geen dierenartsen, het is geen dierenartsen partij. Dat is gewoon private equity...”* Wat er bij overnemende partijen is dat er een cultuur wordt gecreëerd en daarover zegt de Senior M&A Advisor van ALPHA CONSULTANCY: *“Dus dan creëren ze een eigen cultuur. Ze hebben dus praktijken gekocht en dan gaan ze nu dus cultuur instoppen”*. Bij de overnemende partijen is het primaire doel om geld te verdienen, want het zijn investeringsmaatschappijen. Zo geeft de Business Support Manager van CATCOM aan: *“private equity achtige of investeringsmaatschappij modellen... Het is gewoon gericht op lange termijn kasstroom en de kasstroom moet zo groot en zo bestendig mogelijk zijn.”* Waarbij een aantal een buy-build strategie volgen maar volgens de COO van CATCOM: *“de meeste mensen dat spel gewoon niet zo begrijpen als de investeringsmaatschappij dat begrijpt... Dat we op zoek zijn naar meer groei, meer omzet en niet naar het uitknijpmodel en op korte termijn weg, want dat is de soort van. Ja, dat kun je spelen op moment dat je weet dat je verkocht gaat worden.”* Er heerste binnen de diergeneeskundige sector een gevoel over private-equity en investeringsmaatschappen, waarbij de dierenartsenpraktijken het gevoel hadden dat er binnen deze overnemende partijen een cultuur heerst, wat de COO van CATCOM verwoordt als: *“Het woord investering in investeringsmaatschappij eigenlijk niet heel relevant was. En dat het misschien meer past bij een saneringsmaatschappij”*.

4.4 Post-acquisitie

Als de overnamedeal heeft plaatsgevonden en integratiestrategie is bepaald vinden er integratieactiviteiten en – processen plaats in de post-acquisitiefase. Essentieel is dat de post-acquisitiefase volgens de Business Support Manager van CATCOM al eerder is begonnen, namelijk: *“De post-acquisitie die begint bij de pré acquisitie eigenlijk. Die begint bij het scheppen van de goede verwachtingen.”* Omtrent de integratie vertelt M&A Consultant van DELTA CONSULTANCY dat het

belangrijk is helderheid te geven en verwachtingen te managen vooral omtrent de activiteiten in de post-acquisitiefase. Zorg ervoor dat mogelijke discrepanties tussen de pre- en post-acquisitiefase bekend zijn. Daarover zegt M&A Consultant van DELTA CONSULTANCY dat het belangrijk is om: *“De pre-acquisitie en post-acquisitie die delta goed in kaart hebt dat je beter op kan acteren.”* En gaat verder: *“Ik denk dat post-merger tegenwoordig echt wel iets is wat meer aandacht krijgt. Dat het klassieke financiële en juridische due diligence steeds meer wordt uitgebreid met cultuur, technologie en organisatie”*. Daarnaast is iedere overname van een dierenartsenpraktijk uniek en verschillend op diverse vlakken, de M&A Director van COWCOM geeft aan waar onder andere deze verschillen zitten en zegt: *“Post-acquisitie is maatwerk omdat deze verschillend is per dierenkliniek, per regio en per team”*. Dit wordt mede bevestigd door M&A Consultant van DELTA CONSULTANCY en daarnaast geeft deze respondent nog een aantal aandachtspunten weer, namelijk: *“Resources, integratiepower, integratiemogelijkheden daarbij merkte ik dat een hele hoop dingen heel anders geregeld kunnen worden. Waardoor je een proces uit moet zetten... na een overname dan stabiliseerden we, dan hielden we wat rust in de tent. Daarna gingen we verder met de integratie. Even rust, freeze even de delta's goed verder in kaart brengen en dan configureren en weer verder”*. Om deze activiteiten te stroomlijnen en te managen wordt in vele gevallen een integratiemanager aangesteld. Deze integratiemanager is gedurende een bepaalde periode aanwezig op locatie om de integratieactiviteiten en -processen te begeleiden en verwachtingen van de overgenomen partij te managen. De integratiemanager is het eerste aanspreekpunt en verzorgt de communicatie tussen de overgenomen partij en de overnemende partij. In verschillende interviews wordt bevestigd dat er behoefte is aan een vast aanspreekpunt, waarbij diegene ook betrokken is geweest tijdens de pre-acquisitiefase en ook deel uit maakt van het integratieteam in de post-acquisitiefase. Er zijn meerdere respondenten die aangeven dat deze behoefte aanwezig is. Bijvoorbeeld de Regiodirecteur van HORSECLINIC: *“Indien het een overlap zou hebben dat zou ik zelf wel prettig vinden”* en de Vennoot van BULLPRAC geeft aan dit belangrijk te vinden gedurende een bepaalde periode, namelijk: *“Als je dezelfde mensen...in een periode van een half jaar tot een jaar... even op de mensen terug kan vallen die in eerste instantie ook benaderd hebben. Dat zou ik wel heel plezierig vinden”*. Bij bijvoorbeeld COWCOM wordt een onderscheid gemaakt tussen de taakverdelingen in de pre- en post-acquisitiefase en wordt er niet expliciet gekozen voor een overlap. Zo verteld de M&A manager van COWCOM: *“Als M&A-manager ben je niet betrokken eigenlijk met de operatie. Dus in principe is M&A tot aan de handtekening... dus binnen zo'n M&A-traject heb je het ook vaak over een voor- en achterkant. De voorkant is... tot aan die LOI-fase. En dan krijg je de achterkant van de M&A-processen”*. Dus bij COWCOM wordt gebruik gemaakt van een integratiemanager die ervoor zorgt dat het integratieproces goed verloopt en eventuele onduidelijkheden bij de overgenomen partij zoveel mogelijk kunnen worden weggenomen. Afhankelijk van de grootte en complexiteit van de overnamedeal is een integratiemanager een aantal weken tot een aantal maanden aanwezig op locatie. De Senior Integration Manager van COWCOM vertelde daarover: *“Eigenlijk is het vrijwel altijd binnen een maand of twee, drie is dat wel volledig ingericht... het zit soms vast op wat operationele zaken”*.

Terwijl bij DOGCOM de integratieperiode korter is en bestaat volgens de Algemeen directeur uit: *“...het uitwerken van de dedicated en preferred list... dat is wat dan gedurende zes weken uitgerold wordt over die praktijk”*. Hierbij wordt gekozen dat diegene die het aanspreekpunt is tijdens de pre-acquisitie ook vertelt wat er gaat veranderen en betrokken is bij de post-acquisitiefase. Wat DOGCOM gebruikt ter verduidelijking is een handboek met aanwijzingen wat er moet gebeuren en wat essentieel is om te weten.

Waardecreatie

Door de overnemende partijen kan waarde worden gecreëerd door het combineren van verschillende aspecten. Wat essentieel is bij de overname tussen beide partijen is volgens M&A Consultant van DELTA CONSULTANCY: *“Bepaalde aandacht, dedication, resources en een strategisch plan... Synergetische waarde moeten echt zijn, dan kan waarde worden gecreëerd.”*

Het combineren en delen van resources waarbij over te nemen partijen de beschikking hebben over eigen systemen en medische apparatuur. Op dat gebied kan waarde worden gecreëerd door dit te combineren en systemen met elkaar te delen. De backoffice activiteiten (inkoop, administratie en HR) kunnen worden gecombineerd en gecentraliseerd. Zoals de Business Development Advisor van HORSECOM het noemt: *“Het is belangrijk om je overnight te killen en daarnaast zit synergie in zaten was bijvoorbeeld bepaalde hubs die creëert waarin je bijvoorbeeld röntgenapparatuur zet. Dus daar heb je een centrum bij wijze van spreken... allemaal centraliseren... betere bezetting van zo'n apparaat... minder apparaten te kopen.”*

Overdragen van functionele vaardigheden, een dierenartsenpraktijk is een dienstenorganisatie waar niet met eenzelfde hoeveelheid aan medewerkers veel meer klanten kunnen worden bediend. Op het operationele niveau zijn beperkt verbeteringen mogelijk. Waarbij gekeken kan worden naar mogelijke efficiëntieverbeteringen in de werkzaamheden bij een dierenartsenpraktijk. Waarbij de werkzaamheden die de dierenarts verricht geoptimaliseerd kunnen worden, kijkend naar de declaratie efficiëntie om die wat te verhogen. Het inzetten verrichten van werkzaamheden en taken door anderen, bijvoorbeeld paraveterinair. Zo zegt de M&A Director van COWCOM: *“Moet alles dat werkt door dierenarts gedaan worden? Of kan je ook gewoon a la het humane concept? Door andere mensen dingen laten doen dus. Dus daar zit denk ik nog een enorme slag.”*

De waardecreatie zit ook in de klanten van een dierenartsenpraktijk, wat de Senior Advisor van BETA CONSULTANCY adviseert is: *“Meer rendement halen uit je bestaande klanten. In plaats van uit de klanten die één keer langskomen... herhalingsconsulten aan te bieden die je relaties ook verbetert.”* Dit houdt in meer services bieden richting de bestaande klanten, waar je als overnemende partij meer uit de bestaande klanten kunt halen. En daarmee de gemiddelde transactiewaarde per consult kunt verhogen. Ook de klantvraag is veranderd wat enorme omzettingen tot gevolg heeft, deze worden in de breedte van de markt gehaald. De klant eist tegenwoordig meer van de diagnostische capaciteiten van een kliniek.

Risicospreiding door schaalgrootte en diversifiëren, het aanbrengen van verscheidenheid binnen de overnemende partij door te richten op andere aspecten, zoals diervoeders, crematoria enzovoorts of andere sectoren zoals gezelschapsdieren en landbouwhuisdieren. En de dienstverlening uit te breiden met eerstelijns- en tweedelijnszorg (specialistische zorg). Naast risicospreiding en combinatievoordelen op nationaal niveau kunnen een aantal overnemende partijen dit op internationaal niveau doen.

5 Discussie en Conclusie

Het doel van dit onderzoek was om de invloed van extensieve due diligence te bestuderen. Daarnaast werd bepaald welke keuzes er gemaakt worden in de pre-acquisitiefase omtrent de strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie. In dit onderzoek is naar voren gekomen dat uitsluitend extensieve due diligence leidt tot volledige inzichten die een passende vorm van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie bewerkstelligen. Dit resulteert in waardecreatie in de post-acquisitiefase.

In dit onderzoek is gebleken dat aspecten van ‘harde’ due diligence een gefragmenteerd beeld van een bedrijf opleveren om keuzes te maken omtrent strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie. Aangezien in de post-acquisitiefase de overnemende en over te nemen partij in gezamenlijkheid verder gaan om waarde te creëren, is het van belang dat extensieve (‘harde’ en ‘zachte’) due diligence wordt uitgevoerd omdat bij de overnemende partij andere aspecten van belang zijn dan bij de over te nemen partij. Extensieve due diligence draagt bij aan een betere afweging van de behoefte aan strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie, omdat er niet alleen naar financiële, juridische en fiscale aspecten wordt gekeken, maar ook naar persoonlijke aspecten, zoals cultuur. Dit onderzoek toont aan dat er meer te behalen valt uit een overname wanneer de overnemende partij zich focust op de ‘zachte’ due diligence en hoge mate van betrokkenheid toont bij de over te nemen partij. Uit dit onderzoek is tevens gebleken dat voornamelijk de elementen van ‘zachte’ due diligence een bijdrage leveren aan waardecreatie in de post-acquisitiefase. Dit bestaat uit onder andere de werknemers *capabilities*, cultuur en klantrelaties. Deze bevindingen bevestigen eerder onderzoek, waarin werd beschreven dat ‘zachte’ due diligence van belang is voor waardecreatie in de post-acquisitiefase (Ahammad & Glaister, 2013; Barkema & Schijven, 2008; Cartwright & Cooper, 1996; Jemison & Sitkin, 1986; Weber et al., 1996).

Uit de afgenomen interviews voor dit onderzoek is gebleken dat een veel gekozen rechtsvorm eenmanszaken of maatschappen betreft en dat het overgrote deel van de overnametransacties bestaat uit activa-passiva transacties. Echter kiezen enkele over te nemen partijen ervoor om voorafgaand aan de verkoop van hun bedrijf over te gaan op een andere rechtsvorm, zoals een BV-structuur. Deze rechtsvorm levert namelijk fiscale voordelen op na de overname. Uit de literatuur blijkt dat over te nemen bedrijven vaak worden geselecteerd op basis van een beperkte hoeveelheid informatie, omdat details in de boekhouding zijn opgenomen of zijn gearhiveerd, en daardoor moeilijker te achterhalen zijn (Ahammad & Glaister, 2013; Sudarsanam, 2011). Echter zijn bij activa-passiva transacties details wel goed te achterhalen, en zijn deze gekoppeld aan een privépersoon. Daardoor leveren de financiële, juridische en fiscale due diligence voor de overnemende partijen voor wat betreft de ‘harde’ due diligence veelal voldoende informatie op om over te gaan tot overname. Ondanks deze uitgebreide informatie worden er clausules opgenomen ter bescherming van de overname en wordt gepoogd om eventuele risico's uit te sluiten. Dit is van invloed op de uiteindelijke waardering en op de doelstelling

van de overname. Om die doelstelling alsnog te bereiken worden extra zekerheden ingebouwd. Overnemende partijen gebruiken daarvoor bijvoorbeeld zogenaamde *earn-out* beloningen. Deze beloningen zijn gekoppeld aan bepaalde voorwaarden waaraan moet worden voldaan na de overname, zoals specifieke bedrijfsresultaten of omzetstijgingen.

In de literatuur wordt beschreven dat indien er alleen ‘harde’ due diligence wordt uitgevoerd de waardecreatie niet optimaal is (Ahhammad & Glaister, 2013). Bij het uitvoeren van extensieve due diligence, waar inzichten worden verkregen over welke *resources* en *capabilities* essentieel zijn, kan wel waarde worden gecreëerd (Gleich & Galpin, 2010; Stahl & Voigt, 2008). In dit onderzoek is gebleken dat wanneer het overnemende bedrijf voornamelijk kortetermijndoelstellingen heeft, er gefocust wordt op ‘harde’ due diligence. Dit is bijvoorbeeld het geval bij durfkapitalisten en private equity investeerders. In dit onderzoek was maar één overnemend bedrijf waarvan bekend is dat het lange termijndoelstellingen heeft. De geïnterviewde persoon van dit bedrijf gaf aan dat ook hier weinig aandacht wordt geschonken aan ‘zachte’ due diligence. Uit de interviews is gebleken dat ‘zachte’ due diligence dus nog steeds onvoldoende in acht wordt genomen door overnemende bedrijven. Aan de andere kant geven over te nemen bedrijven aan dat er in de pre-acquisitiefase meer aandacht geschonken moet worden aan ‘zachte’ due diligence door het overnemende bedrijf, zodat de keuzes over strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie beter passen bij beide bedrijven. Er blijft dus nog steeds potentiële waardecreatie in de post-acquisitiefase onbenut.

De reden om geen extensieve due diligence uit te voeren is wellicht een weloverwogen keuze van de overnemende partijen. Dit is afhankelijk van de doelstellingen van de overnemende partij. Eveneens kunnen de intenties van de overnemende partij verschillen van de over te nemen partij. Uiteindelijk bepalen de doelstellingen van de overnemende partij of er wel of geen extensieve due diligence wordt uitgevoerd. Ook bepaalt de overnemende partij welke mate van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie benodigd is, terwijl de behoefte hier mogelijk van afwijkt bij de over te nemen partij. Dit heeft tot gevolg dat er een misfit ontstaat in de mate van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie. Indien er sprake is van divergeren van deze twee dimensies tussen de betrokken partijen, worden de doelstellingen van de M&A niet bereikt.

Uit de afgenomen interviews is gebleken dat de over te nemen partijen behoefte hebben aan een hoge mate aan strategische afhankelijkheid. Hierbij worden operationele *resources* gedeeld en vindt er een uitwisseling van kennis en kunde plaats. Daarnaast worden er door overnemende partijen mogelijkheden geboden voor investeringen, en is de toegang tot financiële *resources* door overgenomen partijen gewenst. Deze resultaten hangen samen met een eerdere studie van Porter (Porter, 1985), die aangaf dat het belangrijk is om de verschillende bedrijfsprocessen in kaart te brengen. Daarin moet onderscheiden worden aangebracht tussen (1) *overhead* – bestaande uit staf en ondersteunende medewerkers – en (2) tussen de primaire processen van het bedrijf – zoals de inkoop, productie en verkoop. Uit de afgenomen interviews blijkt dat dit onderscheid door de overnemende partijen wordt aangebracht, waarbij de staf en ondersteunende medewerkers (1) worden overgenomen

en bij overnemende partijen in loondienstverband gaan, (2) medeaandeelhouder worden, of (3) met pensioen gaan. Binnen de primaire processen wordt een tweedeling gemaakt waarbij de inkoop – backoffice – gescheiden wordt van de productie en verkoop en wordt ondergebracht bij de overnemende partijen. De productie, in de vorm van dienstverlening en verkoop, blijven veelal bij de overgenomen partij. Daarbij komt in de afgenomen interviews naar voren dat dierenartsen meer gefocust zijn op een zorgmodel en in mindere mate op een bedrijfseconomisch model. Bij landbouwhuisdierenpraktijken is de dierenarts wel meer gefocust op bedrijfseconomie omdat die meer afhankelijk is van schaalgrootte en inkoopvoordelen.

Een andere uitkomst van dit onderzoek is dat immateriële *assets*, zoals bijvoorbeeld goodwill (personeel, vast klantenbestand, speciaal kennisniveau) de grootste waarde vertegenwoordigen bij M&As. Deze resultaten komen overeen met de resultaten uit onderzoek van Ahammad & Glaister (2013), waaruit bleek dat er gekeken moet worden naar de bijdrage die kan worden geleverd aan de financiële en niet-financiële doelstellingen van de overnemende partij. Wanneer een bedrijf een hoge mate van *tacit knowledge* bezit draagt dit bij aan een concurrentievoordeel. Wat in de literatuur wordt beschreven over het concurrentievoordeel is dat indien er alleen 'harde' due diligence wordt uitgevoerd het concurrentievoordeel vaak van korte duur is (Haspeslagh & Jemison, 1991b). Bij het uitvoeren van extensieve due diligence, waar inzichten worden verkregen over welke *resources* en *capabilities* essentieel zijn, kan een concurrentievoordeel bereikt worden voor de lange termijn (Gleich & Galpin, 2010; Stahl & Voigt, 2008). Echter bemoeilijken *resources* en *capabilities* zoals *tacit knowledge* het integratieproces, omdat deze lastig zijn te kwantificeren en te waarderen.

De resultaten van dit onderzoek laten zien dat er in de post-acquisitie fase behoefte is aan een vaste persoon die ook bij de pre-acquisitiefase betrokken was. Daarbij is het essentieel dat het due diligence team tijdens de pre-acquisitiefase focust op de culturele fit. Dit werd benadrukt door meerdere respondenten. Aangezien een overname veel beweeglijkheid en onrust met zich meebrengt is een stabiliserende factor gewenst. Haspeslagh & Jemison (1991a) beschreven in hun onderzoek dat er behoefte was aan betrokkenheid bij het analyseproces en het onderhandelingsproces van de overname. Echter bleek uit later onderzoek van Sudarsanam (2011) dat er ook behoefte was om een integratiemanager of post-acquisitiemanager aan te stellen om activiteiten te stroomlijnen. Voorwaarde hierbij was dat deze manager voor een deel betrokken is geweest bij het maken van de overnamedeal en onderdeel heeft uitgemaakt van het due diligence team. De integratiemanager treedt in de post-acquisitiefase op als eerste contactpersoon (Sudarsanam, 2011). De bevindingen in dit onderzoek bevestigen dat een integratiemanager de mate aan organisatorische autonomie beter kan begeleiden en stroomlijnen. Wanneer de integratiemanager betrokken is geweest bij de overnamedeal en onderdeel heeft uitgemaakt van het due diligence team, is de integratiemanager in staat om (1) de over te nemen partij en (2) de interacties tussen de mensen van het overnemende bedrijf en het over te nemen bedrijf beter te begrijpen. Ook heeft de integratiemanager kennis van meer details over de mate van integratie van *capabilities* van de twee bedrijven. Dit leidt tot de kennis of deze *capabilities* moeten worden samengevoegd tot één organisatiestructuur of binnen de grenzen van het bedrijf moet worden

gehandhaafd. Voornamelijk het begrijpen van de interacties tussen mensen is essentieel om de concurrentiepositie van het bedrijf te versterken en heeft de grootste invloed op waardecreatie in de post-acquisitiefase.

5.1 Beperkingen en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek

Dit onderzoek kent een aantal limitaties. De eerste limitatie is het aantal geïnccludeerde respondenten, waarbij er verschillende functies zijn geïnccludeerd. Dit heeft erin geresulteerd dat er slechts zeven personen van overnemende bedrijven, drie personen van overgenomen bedrijven, één persoon van een over te nemen bedrijf en twaalf personen van adviesbureaus zijn geïnterviewd. Grotere aantallen van geïnccludeerde respondenten van overnemende, over te nemen en overgenomen partijen zal zorgen voor een hogere bewijskracht van de resultaten. Ten tweede is er niet achterhaald welke (lange) termijnstrategie de onderzochte partijen hanteren. Aannemelijk is dat er verschillen zitten tussen de bedrijven waarachter durfkapitalisten, private equity of beursgenoteerde ondernemingen zitten. Er is wel achterhaald welke partijen participeren en er is gebleken dat er een buy-build strategie wordt gehanteerd, maar de duur van de deelnemingen is onbekend. Dit kan gevolgen hebben op de aanpak van due diligence, waarbij er gekozen wordt om wel of niet extensieve due diligence toe te passen. Daarnaast is de duur van de deelnemingen van invloed op de mate van strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie. In vervolgonderzoek zou er onderscheid gemaakt moeten worden tussen lange- en kortetermijndoelstellingen om te bepalen welke gevolgen dit heeft op waardecreatie in de post-acquisitiefase. De derde limitatie van het verrichte onderzoek is dat er sprake kan zijn van vooringenomenheid bij de onderzoeker. Aangezien de interviews door slechts een onderzoeker zijn afgenomen en geanalyseerd kan er sprake zijn van bias. Desondanks is gedurende het onderzoek altijd gepoogd om het onderzoek zo objectief mogelijk uit te voeren. Om dit te voorkomen is gebruik gemaakt van triangulatie, waarbij meerdere bronnen zijn gebruikt en bevindingen dubbel zijn gecheckt. Ook zijn in dit onderzoek respondenten betrokken die specifieke kennis hebben van overnemende partijen en van overgenomen partijen. Hier zijn interviews met adviesorganisaties aan toegevoegd om de verkregen onderzoeksresultaten te bevestigen of te verwerpen. De betrokken adviesorganisaties beschikken over specifieke kennis over de sector waarbinnen dit onderzoek is verricht. Ook bij de geïnterviewde personen van de verschillende adviesorganisaties kan sprake zijn van bias, maar daarvoor is in dit onderzoek een cross-case analyse uitgevoerd om verschillen en overeenkomsten te achterhalen.

Toekomstige studies kunnen uitwijzen of de gevonden resultaten enkelvoudig zijn of deel uitmaken van een globaal patroon. Aangezien in dit onderzoek 23 respondenten zijn geïnterviewd die betrokken zijn geweest bij overnames in de diergeneeskundige sector, zijn de resultaten mogelijk niet generaliseerbaar naar fusies en overnames in andere sectoren. Een aanbeveling zou zijn om in vervolgstudies kwalitatief onderzoek te verrichten waarbij een groter aantal respondenten worden geïnccludeerd en daarbij meerdere sectoren te betrekken. Een andere aanbeveling betreft om vervolgonderzoek te doen naar de waardecreatie in de post-acquisitie en dit longitudinaal te

onderzoeken. Zo kan meer inzicht worden verkregen over de gemaakte keuzes tijdens de overname die voortvloeien uit bestuurlijke actie. Hierdoor kunnen interacties tussen de bedrijven worden gemeten en de effecten hiervan op de lange termijn worden bepaald.

5.2 Management implicaties

Uit deze studie kunnen een aantal managementimplicaties worden afgeleid. De implicaties kunnen worden toegepast door zowel de overnemende partij als degene die zich hieraan committeren, de overgenomen partij. De studie doet aanbevelingen voor (M&A) managers van (beursgenoteerde) bedrijven, bedrijfseigenaren, vennoten, adviseurs en potentieel geïnteresseerden voor overname van dierenartsenpraktijken, ondernemers en managers, die werkzaam zijn in een in Nederland gevestigd bedrijf. Daarnaast verschaft dit onderzoek aanvullende inzichten voor zowel overnemende als over te nemen bedrijven. Deze studie is nuttig voor diegene die inzichten wil in de antecedenten van fusies en overnames, waardoor zij de juiste strategie kunnen kiezen en zich beter kunnen voorbereiden op de integratie en de post-acquisitie om zo de succeschansen te vergroten. Daarnaast doet dit onderzoek een implicatie voor de overnemende partijen om de significante determinant cultuur gedurende een bepaalde periode te observeren en hiervan een eenvoudige cultuuranalyse te maken. Dit geeft voldoende inzichten in de bedrijfscultuur van de over te nemen partij en biedt voor de overnemende partij de mogelijkheid om rekening te houden met de mogelijke risico's zodat hierop in de post-acquisitiefase kan worden geanticipeerd. Afsluitend, dit onderzoek heeft een bijdrage willen leveren aan de inzichten om waarde te creëren bij M&As en wil daarmee de mogelijkheden voor waardecreatie vergroten.

Bibliografie

- Ahammad, M. F., & Glaister, K. W. (2013). The pre-acquisition evaluation of target firms and cross border acquisition performance. *International Business Review*, 22(5), 894–904. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.01.001>
- Amit, R., & Schoemaker, P. J. H. (1993). Strategic Assets and Organizational Rent. *Strategic Management Journal*, 14(1), 33–46.
- Angwin, D. N. (2001). Mergers and Acquisitions across European Borders: Preacquisition Due Diligence and the Use of Professional. *Journal of World Business*, 36(1).
- Angwin, D. N., & Meadows, M. (2009). The Choice of Insider or Outsider Top Executives in Acquired Companies. *Long Range Planning*, 42(3), 359–389. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2009.05.005>
- Angwin, D. N., & Meadows, M. (2015). New Integration Strategies for Post-Acquisition Management. *Long Range Planning*, 48(4), 235–251. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2014.04.001>
- Barkema, H. G., & Schijven, M. (2008). Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. *Academy of Management Journal*, 51(4), 696–722. <https://doi.org/10.5465/amr.2008.33665204>
- Barney, J. B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1996). *Managing Mergers Acquisitions and Strategic Alliances Integrating People and Cultures* (Second Edi). Butterworth-Heinemann. <https://doi.org/10.1016/b978-0-7506-2341-4.50003-5>
- Cording, M., Christmann, P., & Bourgeois, L. J. (2002). A Focus on Resources in M & A Success: A Literature Review and Research Agenda to Resolve Two Paradoxes. *Academy of Management*, 40.
- Dörrenbächer, C., & Witzmann, N. (2015). The Link Between Cultural Due Diligence and Socio-Cultural Postmerger Integration Management as a Critical Success Factor in M&As. *Working Paper of the Insitute of Management Berlin at the Berlin School of Economics and Law (HWR Berlin)*, 84, 2–24.
- Fisher, G., Wisneski, J. E., Bakker, R. M., Fisher, G., Wisneski, J. E., & Bakker, R. M. (2020). VRIO. In *Strategy in 3D*. Oxford University Press Inc. <https://doi.org/10.1093/oso/9780190081478.003.0009>
- Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2013). Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research: Notes on the Gioia Methodology. *Organizational Research Methods*, 16(1), 15–31.

<https://doi.org/10.1177/1094428112452151>

- Gleich, R., & Galpin, T. J. (2010). Redefining Due Diligence to Jump Start Effective Integration. In *Value in Due Diligence* (Issue 1991, pp. 139–153). <https://doi.org/10.4324/9781351143448-9>
- Gleich, R., Kierans, G., & Hasselbach, T. (2010). Value in Due Diligence. In *Value in Due Diligence*. Gower Publishing Limited. <https://doi.org/10.4324/9781351143448>
- Hammarberg, K., Kirkman, M., & De Lacey, S. (2016). Qualitative research methods: When to use them and how to judge them. *Human Reproduction*, 31(3), 498–501. <https://doi.org/10.1093/humrep/dev334>
- Harvey, M. G., & Lusch, R. F. (1995). Expanding the Nature and Scope of Due Diligence. *Journal of Business Venturing*, 10(1), 5–21.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1987). Acquisitions - Myths and Reality. *Sloan Management Review*, 28(2), 53–58.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991a). Making acquisitions work. *Insead and The University of Texas*, 4, 1–31.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991b). *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*. Free Press.
- Hitt, M., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value. *Business Horizons*, 52(6), 523–529. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2009.06.008>
- Hitt, M., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2012). Creating Value Through Mergers and Acquisitions. In *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199601462.003.0004>
- Hubbard, N. A. (1999). *Acquisition: Strategy and Implementation*. Palgrave Macmillan UK.
- Jemison, D., & Sitkin, S. (1986). Acquisitions: the process can be a problem. *Harvard Business Review*, 64(2), 107–110.
- Lepak, D. P., Smith, K. G., Taylor, M. S., Lepak, D. P., Smith, K. E. N. G., & Taylor, M. S. (2017). Introduction to Special Topic Forum: Value Creation and Value Capture: A Multilevel Perspective. *Academy of Management Review*, 32(1), 180–194.
- Loverde, L. (1990). Technology driven deals in mergers and acquisitions: how are they different? *The Corporate Growth Report (April)*, 5–20.
- Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Academy of Management Executive*, 15(2), 80–92.

<https://doi.org/10.5465/AME.2001.4614947>

Merali, Y., & McKiernan, P. (1993). The strategic positioning of information systems in post-acquisition management. *Journal of Strategic Information Systems*, 2(2), 105–124. [https://doi.org/10.1016/0963-8687\(93\)90003-S](https://doi.org/10.1016/0963-8687(93)90003-S)

Mintzberg, H., Ahlstrand, B., & Lampel, J. (1998). *Strategy Safari* (2nd ed.). Pearson. <https://doi.org/0684847434>

Nahavandi, A., & Malekzadeh, A. R. (1988). Acculturation in Mergers and Acquisitions Published by : Academy of Management Linked references are available on JSTOR for this article : Acculturation in Mergers and Acquisitions. *The Academy of Management Review*, 13(1), 79–90.

Olie, R. (1990). Culture and integretion problems in international mergers and acquitions. *European Management Journal*, 8, 206–215. [https://doi.org/10.1016/0263-2373\(90\)90088-N](https://doi.org/10.1016/0263-2373(90)90088-N)

Porter, M. E. (1985). Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. In *The Free*. <https://doi.org/10.1016/j.neubiorev.2009.11.015>

Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, 68(3), 79–91. <https://doi.org/10.1016/b978-0-7506-7223-8.50003-4>

Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1994). Strategy as a field of study: Why search for a new paradigm? *Strategic Management Journal*, 15(2 S), 5–16. <https://doi.org/10.1002/smj.4250151002>

Ray, G., Barney, J. B., & Muhanna, W. a. (2004). Capabilities, Business Processes, and Competitive Advantage: Choosing the Dependent Variable in Empirical Tests of the Resource-Based View. *Strategic Management Journal*, 25(1), 23–27.

Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307–353. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2004.05.005>

Siehl, C., & Smith, D. (1990). Avoiding the loss of a gain: Retaining top managers in an acquisition. *Human Resource Management*, 29(2), 167–185. <https://doi.org/10.1002/hrm.3930290204>

Sinatra, A., Singh, H., & von Krogh, G. (1994). *The Management of Corporate Acquisitions: International Perspectives*. Palgrave Macmillan UK.

Sinkovics, R. R., Zagelmeyer, S., & Kusstatscher, V. (2011). Between merger and syndrome: The intermediary role of emotions in four cross-border M&As. *International Business Review*, 20(1), 27–47. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2010.05.002>

Staatssecretaris van Economische Zaken. (2014). *Besluit diergeneeskundigen*.

- Stahl, G. K., & Voigt, A. (2008). Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination. *Organization Science*, 19(1), 160–176. <https://doi.org/10.1287/orsc.1070.0270>
- Straub, T. (2007). Reasons for frequent failure in Mergers and Acquisitions-A comprehensive analysis. *Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden*.
- Sudarsanam, S. (2011). *Creating Value from Mergers and Acquisitions*. Pearson Education Limited.
- Trautwein, F. (1990). Mergers motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11, 283–295.
- Vermeulen, F., & Barkema, H. G. (2001). Learning through Acquisitions. *The Academy of Management Journal*, 44(3), 457–476.
- Wang, H.-L. (2014). Theories for competitive advantage. *Being Practical with Theory: A Window into Business Research*, 33–43.
- Weber, Y., Shenkar, O., & Raveh, A. (1996). National and Corporate Cultural Fit in Mergers/Acquisitions: An Exploratory Study. *Management Science*, 42(8), 1215–1227. <https://doi.org/https://doi-org.eur.idm.oclc.org/10.1287/mnsc.42.8.1215>
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180.
- Wernerfelt, B. (1995). The Resource-Based View of the Firm: Ten Years After. *Strategic Management Journal*, 16(3), 171–174.
- Whittington, R., Regnér, P., Angwin, D. N., Johnson, G., & Scholes, K. (2020). *Exploring Strategy Text and Cases*.
- Yin, R. K. (2018). Case study research and applications: Design and methods. In *Journal of Hospitality & Tourism Research* (Vol. 53, Issue 5). <https://doi.org/10.1177/109634809702100108>

Bijlage A: Interviewleidraad

Welke invloed heeft extensieve due diligence op de keuze voor strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie dat leidt tot waardecreatie in de post-acquisitie fase?

Semester 4 - afstuderen 2021 M&A post-acquisition Interviewleider Stephan van der Wel Definitief	Strategische Afhankelijkheid Organisatorische Autonomie Waardecreatie Due diligence Post-acquisitie
Welke invloed heeft extensieve due diligence op de keuze voor strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie dat leidt tot waardecreatie in de post-acquisitie fase?	

SECTIE A: INTRODUCTION

Voorstellen	Mijn naam is Stephan van der Wel, bezig met mijn tweede masterstudie aan de RSM (business school) van de Erasmus Universiteit. Als zoon van een dierenarts. Vroeger praktiserent in de grote huisdieren en kleine huisdieren, tegenwoordig in de kleine huisdieren	Need for Organizational Autonomy Tolerance for Multiculturalism H I G H L O W <table><tr><td>Preservation (Separation) <i>Preservation</i></td><td>Symbiotic (Integration) <i>Best of Both</i></td><td></td><td>Transformation</td></tr><tr><td>Holding (Deculturation)</td><td>Absorption (Assimilation) <i>Absorption</i></td><td></td><td></td></tr><tr><td colspan="2">LOW</td><td colspan="2">HIGH</td></tr><tr><td colspan="4">Need for Strategic Interdependence Degree of Relatedness</td></tr></table>	Preservation (Separation) <i>Preservation</i>	Symbiotic (Integration) <i>Best of Both</i>		Transformation	Holding (Deculturation)	Absorption (Assimilation) <i>Absorption</i>			LOW		HIGH		Need for Strategic Interdependence Degree of Relatedness			
Preservation (Separation) <i>Preservation</i>	Symbiotic (Integration) <i>Best of Both</i>			Transformation														
Holding (Deculturation)	Absorption (Assimilation) <i>Absorption</i>																	
LOW			HIGH															
Need for Strategic Interdependence Degree of Relatedness																		
Doel onderzoek	Het onderzoek richt zich onder ander op het due diligence proces en de waardecreatie na de overname. Daarnaast probeer ik inzichten te verkrijgen in het spanningsveld tussen autonomie en integratie na overname. Anders gezegd, als het due diligence proces goed wordt uitgevoerd dan worden er betere keuzes gemaakt voor beide organisaties, waardoor er waardecreatie zal ontstaan.																	
Resultaten worden gebruikt voor	Mijn doel is om met de verkregen inzichten een bijdrage te leveren aan de uitdagingen binnen de diergeneeskundige sector gericht op fusies en overnames, tijdens due diligence en na de overname.																	
Anonimiteit (d.w.z. niets kan herleid worden naar u als persoon of uw organisatie)	Uw anonimiteit wordt gegarandeerd (d.w.z. dat niets kan worden herleid tot u als persoon of uw organisatie)																	
Audiorecorder/Videopname: vraag voor toestemming	Dit interview wordt opgenomen om het te kunnen gebruiken voor verdere analyse tijdens mijn onderzoek																	
Duur interview	Dit interview zal ongeveer 45 tot 90 minuten duren																	
Proces interview en/of onderzoek																		
Vragen/opmerkingen voordat we beginnen?	Heeft u vooraf vragen?																	

SECTIE B: ACHTERGROND INFORMATIE

Achtergrond informatie	achtergrond geïnterviewde, functie, verantwoordelijkheden
	informatie over de organisatie van de geïnterviewde (missie, visie, kernactiviteiten, geschiedenis)
Ervaring met/op	kennis, mening over, perspectief op

SECTIE C: HOOFDVRAGEN

Bevraging?	- Wat bedoelt u met...? - Ik ben niet bekend met..., kunt u hier iets meer over vertellen? - Kunt u daar een voorbeeld van geven? - Is dit goed of slecht? - Hoe is dit mogelijk? - Waaruit blijkt dit? - Als u dit zegt, wat betekent dat dan voor u en wat wilt u daarmee zeggen? - Is dat belangrijk voor u? Hoe komt dat?
Terugkomen op onderwerp!	- Zou je me misschien meer kunnen vertellen over...? - Eerder had je het over... - Kunnen we teruggaan naar onze vorige...?

theme / thema	topic / onderwerp	probe keyword / kernwoord	probe question / voorbeeldvraag
Overgenomen partijen (verkopende partij)	Ketenvorming	continuïteit, overnemende partijen	Wat zijn specifieke redenen dat jullie hebben gekozen om aan te sluiten bij een keten of zelfstandig te blijven?
	Pre-acquisitie		Zijn er van tevoren (strategische) doelstellingen geformuleerd. Zo ja, welke (strategische) doelstellingen waren dat?
	Organisatorische autonomie		Zijn er voor jullie als overgenomen partij mogelijkheden gecreëerd om meer omzet per klant binnen te halen? Zijn de klantmarges ook toegenomen?
	Organisatie structuur (pre- en post-acquisitie)		In welke mate is uw bedrijf na de overname autonoom gebleven? Kunt u dit aan de hand van een aantal voorbeelden illustreren? [Hoe was dat voor de overname]
	Managementstijl		Hoe was de structuur van uw bedrijf voor de overname? En hoe is de structuur nu na de overname? Zijn deze verschillen in de dagelijkse operatie merkbaar en hoe?
Acquirerende partij (kopende partij)		zelfstandig ondernemer of loondienst	En als we kijken naar de managementstijl kunt u daar iets over vertellen voor de overname en hoe is dit geworden na de overname? Hoe zou u de managementstijl van uw bedrijf omschrijven voor de overname en hoe na de overname?
		marge en omzet	In welke vorm(en) is uw rol verandert? Communicatie en interne verhoudingen zijn die verandert?
		continuïteit, centralisatie, concurrentievoordeel door schaalvergroting	Zijn er veranderingen omtrent de klanttevredenheid, -trouw, -afhankelijkheid?
		groei	Wat waren/zijn voor jullie motieven – welke factoren speelden een rol - om specifieke dierenartsenpraktijken over te nemen?
		synergie	Is het de bedoeling dat de overgenomen partij meer capaciteiten krijgt of meer markten kan bedienen of beide?
Strategische afhankelijkheid			Wat komen jullie in de praktijk het meeste tegen wat willen de targets meestal voor voordelen behalen?
			Is de overgenomen partij onafhankelijk verdergegaan of volledig geïntegreerd?
			Welke redenen zijn er om de target dan over te nemen en dit bedrijf onafhankelijk/afhankelijk verder te laten gaan?
			In welke vorm draagt het door jullie overgenomen bedrijf bij aan het bereiken van een concurrentievoordeel?
			Zijn specifieke activiteiten opgenomen in andere vormen van vennootschappen (commercieel, fiscaal, juridisch, onroerend goed)?
Strategische afhankelijkheid	overdracht van capabilities en delen van resources	resources -> mensen, materieel, immaterieel, geld (cash, aandelen, vorderingen, kredietlijnen, financiële waarborgen)	Welke capabilities/resources worden gedeeld en/of overgedragen?
			Hoe zijn jullie omgegaan met de verschillende functies en verantwoordelijkheden/taakomschrijvingen. Zijn er wijzigingen doorgevoerd in de bevoegdheden van het (overgenomen) management?
			Welke uitdagingen ziet u om de overgenomen partij te integreren in de bestaande business? Moet er veel veranderd/aangepast worden in de bedrijven die u overneemt?

Wat was de invloed van de overname op het personeelsbestand? En welke veranderingen zijn er dan doorgevoerd in het aantal functies en fte's binnen het overgenomen bedrijf?

Wat maakt u in de praktijk van de overnames het vaakst mee? Onder welke voorwaarde doen overgenomen partijen mee? Wil de ondernemer vaak een *"clean deal"* (*"take the money and run"*) of is hij bereid mee te denken met de overnemende partij en stelt hij zijn expertise – voor een aantal jaren - beschikbaar?

			Willen de organisaties in elkaar opgaan of apart van elkaar blijven bestaan? Welke manier van verbinding tussen de bedrijven is gekozen (overnemende en over te nemen partijen) Vindt u het belangrijk wat de toekomstplannen van de potentiële koper/overnemende partij met het bedrijf zijn?
Organisatorische autonomie	verbinding tussen de <u>twee organisaties</u>	samenvoegen, autonomie, zelfstandigheid	
			Wie waren bij de uitvoering van het due diligence proces betrokken? Hoe heeft u het due diligence proces ervaren? Hoe verliep het due diligence proces? Werd er verder gekeken dan de financiële en juridische onderwerpen? Waren dat de specifieke aandachtspunten tijdens het due diligence waarop werd gelet? In hoeverre was er tijdens het due diligence proces aandacht voor de organisatorische kant (managementstijl, cultuur en de werknemers-capabilities)? Wat zouden jullie de volgende keer in het due diligence proces willen verbeteren of moet het juist minder extensief?
Due diligence		harde due diligence, financieel, investeringen, besparingen, IT, juridisch zachte due diligence, sterktes, zwaktes, kansen, bedreigingen structuur, missie, visie en waarden managementstijl, concurrentievoordeel, stimulansen (continuïteit?)	Gaf dit zogenaamde 'boekenonderzoek' voldoende inzichten in de onderneming? Zijn er actiepunten nodig ten aanzien (van bijvoorbeeld het personeel of anders) volgend uit het due diligence-onderzoek? Hoe lang heeft het due diligence proces in beslag genomen? [dagen, weken, maanden]
			Welke voorafgestelde doelen zijn behaald en welke doelen tot nu toe niet?
Waardecreatie		resources delen, functionele vaardigheden, managementvaardigheden, combinatievoordelen	Wat zijn/waren belemmeringsfactoren?
			Waar zijn jullie na de overname met name tegenaan gelopen? Zijn er elementen verandert in de strategie en op het operationele vlak? Zijn er specifieke dingen verandert in de organisatie na de overname. Wat is er verandert in de organisatorische aanpak en zijn er veranderingen cultuur van het bedrijf?
Post-acquisitie	(kopende en verkopende partij) verbinding tussen de <u>twee organisaties</u>	integratie, post-deal	Is er sprake van een post-acquisitieplan? Maken jullie gebruik van een integratieteam, zo ja, zien jullie het effect van dit integratieteam in de resultaten na de overname? Zo nee, waarom de bewuste keuze om niet voor een integratieteam te kiezen? Zijn alle postfusiebelanghebbenden in beeld gebracht (management, werknemers, belanghebbenden)? Welke factoren bepalen volgens u het succes of falen van deze overname? (koppelen met extensieve due diligence, strategische afhankelijkheid en organisatorische autonomie).
[slotvraag aan overnemende en overgenomen partij]			
SECTIE D: FINALISERING			
Prangende vragen (eventueel)		- Zijn we iets vergeten te bespreken dat volgens u relevant is voor het onderzoek? - Heeft u iets gemist in de discussie? / Wilt u nog iets toevoegen? - Mag ik u opnieuw benaderen met verdere vragen of met verduidelijkende vragen? - Kent u andere bedrijven/organisaties/personen met wie ik over dit onderwerp zou kunnen spreken?	Dank u voor uw tijd en bereidheid om deel te nemen aan dit interview!