



Waarde creëren door activiteiten af te stoten

Introductie

Overzicht van inzichten uit dertig jaar onderzoek

In het managementonderzoek hebben acquisities altijd veel meer aandacht gekregen dan desinvesteringen. Een acquisitie veronderstelt groei, en dus succes. Een activiteit afstoten is het tegenovergestelde daarvan, en oogt dus onaantrekkelijk. Een desinvestering is echter een belangrijk veranderingsinitiatief. Bovendien kan een onderneming er waarde mee creëren. In dit artikel wordt het populaire thema van acquisities daarom eens van de andere kant bekeken – van de kant van de verkopende onderneming. Met als centrale vraag: wat weten we inmiddels over desinvesteringen sinds Michael Porter er dertig jaar geleden met een artikel in de California Management Review aandacht voor vroeg? Het antwoord is een inventarisatie van de ontwikkelde kennis over de motieven voor desinvestering, de factoren die desinvestering ontmoedigen, en de uitkomsten van desinvesteringen. De centrale boodschap: een desinvestering mag niet automatisch gezien worden als een blijk van mislukking en slecht management. Het is juist een teken van een nieuw begin. Kijk maar naar het alom bewonderde GE, dat onder leiding van de al evenzeer bewonderde Jack Welch veel activiteiten afstootte.

Titel : Waarde creëren door activiteiten af te stoten
Auteurs : Carolin Decker en Thomas Mellewig
Verschenen in : Holland Management Review (HMR 116, november-december 2007)
Publicatiedatum : 01-01-1970

Dit artikel/hoofdstuk is afkomstig uit Holland Management Review. Het auteursrecht is voorbehouden. De publicatie is bestemd voor eigen gebruik. Het is niet de bedoeling dit op commerciële basis verder te verspreiden. Neem in dat geval contact op met de uitgever, Mediawerf Uitgevers, www.mediawerf.nl. E-mailadres: klazinus@mediawerf.nl.

Waarde creëren door activiteiten af te stoten – overzicht van inzichten uit dertig jaar onderzoek

C. Decker werkt aan haar proefschrift aan het Institute for Management van de Freie Universität Berlin; T. Mellewigt is als professor strategisch kennismanagement verbonden aan hetzelfde instituut.¹

Desinvestering is als managementthema veel minder populair dan fusie en overname. Ook door een activiteit af te stoten kan een onderneming echter waarde creëren. Daarom wordt in dit artikel vanuit het perspectief van de verkopende partij de vraag gesteld: wat weten we inmiddels over desinvestering als strategische stap?²

Een desinvestering is een herstructurering van de activa waarbij een onderneming één van haar diverse bedrijfsactiviteiten verkoopt. Een voorbeeld is de beslissing van Intel om uit de DRAM-markt te stappen (Burgelman, 1996). De belangstelling voor dit onderwerp kan worden teruggevoerd op baanbrekende publicaties in het economisch onderzoek, zoals Bain (1956), die het concept van de toetredingsdrempels ontwikkelde; de analyse van Cavers (1964) van de Amerikaanse industrie; en het baanbrekende artikel van Michael Porter uit 1976 in *California Management Review* over de factoren die bedrijven ervan weerhouden uit een markt te stappen. Het laatstgenoemde artikel zorgde er destijds mede voor dat er in bredere kring belangstelling ontstond voor desinvesteringen. Uit Amerikaanse gegevens blijkt dat het om grote getallen gaat (zie figuur 1). In 2005 waren zakelijke dienstverlening, vastgoed en software de sectoren van de Amerikaanse economie waar bij uitstek activiteiten werden afgestoten. Het adviesbureau Accenture concludeerde in een onderzoek van enkele jaren geleden bovendien dat desinvesteringen de komende jaren alleen nog maar belangrijker zouden worden. 'In de komende jaren zullen veel ondernemingen veel nadrukkelijker naar desinvesteringen kijken dan ze eind jaren negentig deden,' aldus de onderzoekers van Accenture (Anslinger, Jenk en Chanmugam, 2003).

Als een onderneming een activiteit afstoot, dan zet men daarmee een belangrijke verandering in. Managementonderzoekers blijken de overdracht van bedrijfsactiviteiten echter liever vanuit het perspectief van de koper dan dat van de verkoper te bekijken. Een

overname staat immers voor groei, en groei staat voor succes. Deze voorkeur voor de 'succesvolle' kant van het verhaal valt ook waar te nemen op bedrijfstakniveau. Voor managers kan het onaan-trekkelijk zijn om uit een bepaalde markt te stappen omdat zoiets veelal wordt gezien als een teken dat de onderneming gefaald heeft – en dus slecht geleid wordt. Dat managers niet graag toegeven dat hun organisatie, of delen ervan, in problemen verkeren, geeft aan hoezeer zij als mens geconcentreerd zijn op groei – en hoezeer zij zelf vrees schade op te lopen wanneer zij een bedrijfsactiviteit van de hand doen (Gilson, 1989). Er is echter ook een optimistische kijk mogelijk: een onderneming kan ook veel waarde creëren door activiteiten te verkopen. Eén topmanager was in zijn tijd in elk geval volstrekt niet bang om als een mislukking te worden afgeschilderd als hij bedrijven afstootte: Jack Welch, de voormalige CEO van GE. Onder zijn leiding stootte GE in slechts vier jaar tijd maar liefst 117 werkmaatschappijen af, die samen een vijfde van GE's totale activa vertegenwoordigden (Dranikoff, Koller en Schneider, 2002).

In dit artikel zetten we de invalshoek van de verkoper weer eens nadrukkelijk op de kaart, en stellen ons de vraag: wat weten we inmiddels over desinvesteringen?

We zijn de beschikbare literatuur vanaf Porter (1976) ingedoken, op zoek naar publicaties over de aanloop naar, obstakels voor en uitkomsten van desinvesteringen. We hebben daarbij vooral gekeken naar artikelen die sinds 1976 zijn verschenen in managementtijdschriften. Om die artikelen te vinden, hebben we in de Business Source Premier Database

1. De auteurs zijn te bereiken via Carolyn.Decker@wiwiss.fu-berlin.de resp. mellewigt@wiwiss.fu-berlin.de

2. Gelet op het karakter van dit artikel heeft de hoofdredactie van *Holland Management Review* besloten om, afwijkend van de gebruikelijke opmaak, in deze vertaling de auteursverwijzingen in de tekst en de bijbehorende literatuurlijst aan het eind integraal over te nemen van de Engelse brontekst.

gezocht op de trefwoorden 'restructuring', 'exit', 'divestiture' en 'divestment'. We hebben de literatuurlijst over het managementonderzoek die dit opleverde vervolgens aangevuld met publicaties op aanverwante terreinen, zoals financiën en economie.³

In dit artikel bespreken we eerst de verschillende facetten van het onderwerp en de strategische basis ervan. In de paragrafen daarna kijken we naar de aanleidingen voor een desinvestering, de factoren die een desinvestering ontmoedigen, en wat een desinvestering zoal oplevert. We zullen laten zien dat ondernemingen niet alleen om financiële redenen activiteiten afstoten. Er kunnen ook strategische en bestuurlijke motieven zijn. Verder kan de beslissing ook ingegeven zijn door factoren in de omgeving waarin de onderneming opereert. De motieven voor een desinvestering zijn bovendien verweven met de resultaten van een desinvestering. Die resultaten, op hun beurt, zijn financieel en strategisch van aard, maar betreffen ook de consequenties voor het personeel, het management en de eigendomsstructuur, alsmede de consequenties voor het afgestoten bedrijfs onderdeel zelf. In de slotparagraaf vatten we onze bevindingen samen in drie clusters: factoren die een desinvestering in de hand werken, factoren die een desinvestering ontmoedigen, en de resultaten van een desinvestering. Bovendien bespreken we in de slotparagraaf enkele

onderwerpen waarover we nog niet zoveel weten, en die dan ook meer aandacht verdienen in onderzoek en praktijk.

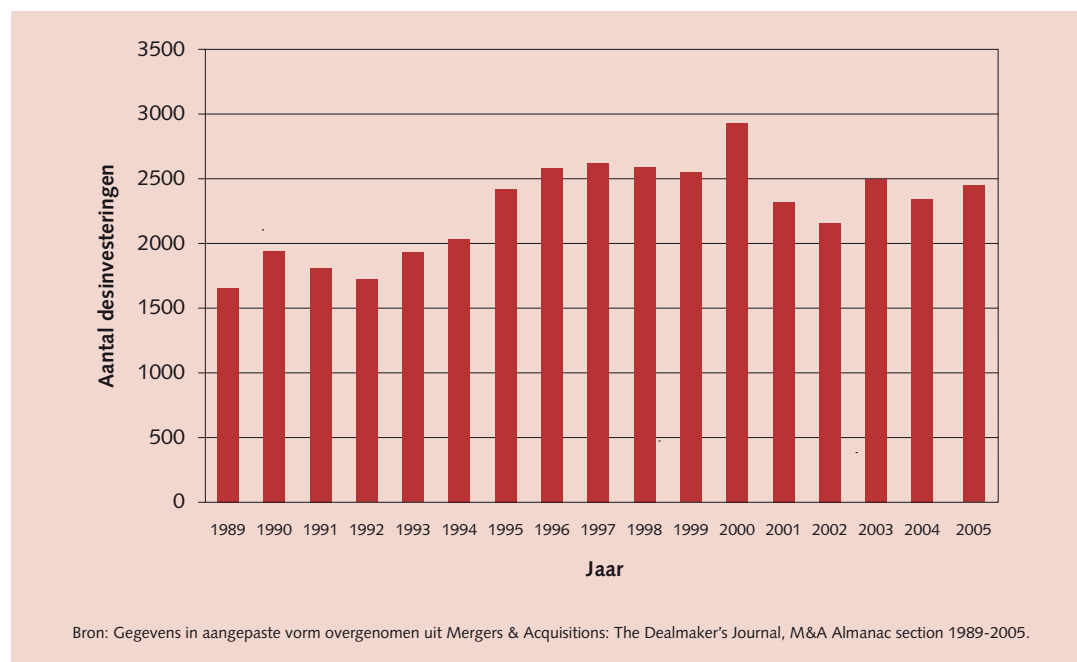
Afbakening van het onderwerp

Desinvestering is een van de diverse transacties die kunnen worden geschaard onder de noemer 'herstructurering van de onderneming' (Bowman en Singh, 1993; Schendel, 1993; Singh, 1993). Het management van een onderneming gaat doorgaans over tot een herstructurering – bijvoorbeeld een desinvestering of een acquisitie – met het oog op interne en/of externe veranderingen. Het doel van de herstructurering is om het prestatieniveau van de onderneming te verbeteren. Vaak wordt hierbij de concernstrategie aangepast, bijvoorbeeld door de kernactiviteiten te verleggen of veranderen; er zit dus een strategische kant aan (Burgelman, 1994; Byerly, Lamont en Keasler, 2003; Hayward en Shimizu, 2006; Zajac en Kraatz, 1993).

Een desinvestering kan verschillende vormen aannemen. Vaak wordt er onderscheid gemaakt tussen 'sell-off' (verkoop) en 'dissolution' opheffing (opheffing); zie bijvoorbeeld Harrigan, 1982; Mitchell, 1994. Een 'sell-off' houdt in, dat een bedrijfs onderdeel als zelfstandige operationele eenheid wordt overgedaan aan een nieuwe eigenaar (Mata en Portugal, 2000; Villalonga en McGahan, 2005).

Een activiteit kan op verschillende manieren 'van

Figuur 1. Aantal desinvesteringen in V.S., 1989-2005



3. De auteurs danken twee anonieme lezers ('reviewers') voor de suggestie om de literatuurlijst van managementpublicaties aan te vullen met publicaties over andere maar aanverwante terreinen.

de hand' worden gedaan. Bekende vormen zijn de spin-off' (verzelfstandiging, afsplitsing), 'buy-out' (uitkoop), 'carve-out' (afsplitsing) en 'asset sale' (verkoop van activa). Bij een spin-off worden de aandelen in een bedrijf verkocht aan de aandeelhouders van de moedermaatschappij. Bij een 'management buy-out' van een onderneming wordt een bedrijf verkocht aan het vroegere management, dat daarmee de nieuwe eigenaar wordt. Bij een 'leveraged buy-out' wordt een bedrijf verkocht aan een groep investeerders waar de voormalige managers van het te verkopen bedrijf veelal deel van uitmaken.

Jack Welch was volstrekt niet bang voor het negatieve imago van desinvesteringen: onder zijn leiding stootte GE in vier jaar tijd 117 bedrijven af – samen een vijfde van GE's totale activa

ken. Bij een 'carve-out' wordt een bedrijf verkocht aan nieuwe aandeelhouders of aan een andere onderneming (Makhija, 2004; Miles en Rosenfeld, 1983; Woo, Willard en Daelenbach, 1992). Een 'asset sale' houdt in dat een onderneming alle of bepaalde activa en passiva verkoopt aan een andere onderneming, echter zonder dat de onderneming als zodanig van eigenaar verwisselt. Voor een 'asset sale' zal worden gekozen wanneer het management geld nodig heeft maar alternatieve financieringsbronnen te duur vindt (Lang, Poulsen en Stulz, 1995).

Bij een 'dissolution' (opheffing) wordt het hele bedrijf opgedoekt (Mitchell, 1994; Chang en Singh, 1999; Mata en Portugal, 2000). In tegenstelling tot de bovengenoemde vormen van desinvestering krijgt het bedrijf in kwestie nu geen nieuwe eigenaar maar verdwijnt. Dat is een moeilijke stap 'aangezien de met vakbonden gemaakte afspraken over ontslag moeten worden nagekomen, klanten moeten worden overgehaald om over te schakelen op andere producten, de markt moet worden overtuigd van de redenen die de onderneming aanvoert voor het feit dat ze niet langer aan bepaalde behoeften van de klant kan voldoen, en investeringen ter waarde van miljoenen dollars in de concurrentiepositie verloren gaan als er geen koper kan worden gevonden voor de betreffende activiteit' (Harrigan, 1982, p. 729). Een bedrijf kan worden opgeheven door het faillissement aan te vragen als een onderhandse herstructurering van de uitstaande schuld niet mogelijk blijkt (Gilson, 1990; Gilson, John en Lang, 1990), of door het bedrijf van de beurs te halen (Baker en Kennedy, 2002).

Er zijn aanwijzingen (Dunne, Roberts en Samuel-

son, 1988) dat investeringspatronen en daarop volgende desinvesteringpatronen met elkaar te maken hebben. Diversifiërende ondernemingen, bijvoorbeeld, die in een bedrijfstak stappen met een nieuwe fabriek zijn aanvankelijk meestal groter en lopen minder risico dan andere soorten toetreders. Daarom lijkt de omvang van een onderneming op het moment van toetreding van doorslaggevend belang te zijn voor de overlevingskans. Dat neemt niet weg dat er in elk stadium van de levenscyclus van een bedrijfstak een groot aantal kleine bedrijven wordt aangetroffen. In zowat iedere sector zijn namelijk veel kleine bedrijven actief. Dat komt echter doordat er voortdurend nieuwe bedrijven bij komen, niet doordat een constant aantal bedrijven het betrekkelijk lang volhoudt (Audretsch en Mahmood, 1994). Bevindingen van Baker en Kennedy (2002) vormen een illustratie van dit continue proces van toe- en uittreding. Zij onderzochten 7.455 ondernemingen in de periode 1963-1995 en constateerden dat er maar een klein verschil zat tussen het jaarlijkse toetredings- respectievelijk uittredingspercentage (6,66 tegen 5,11 procent). Met andere woorden: 'toetreding en uittreding lijken deel uit te maken van een veranderingsproces waarbij grote aantallen nieuwe bedrijven grote aantallen oudere bedrijven vervangen zonder dat het totale aantal bedrijven, dat op enig moment actief is, sterk verandert' (Geroski, 1995, p. 424).

Motieven voor desinvestering

Waarom wil het management op gegeven moment een activiteit van de hand doen? De motieven kunnen in vier groepen worden verdeeld: prestatievermogen, strategie, bestuur, en omgeving.

Prestatievermogen

De beslissing om een bepaalde activiteit af te stoten kan worden ingegeven doordat het concern slecht presteert of doordat de betreffende activiteit zelf niet goed draait. Als het concern niet goed presteert of in financiële problemen belandt, is dat vaak het gevolg van een mislukte diversificatiestrategie. Door activiteiten af te stoten, probeert men dan kosten te reduceren en zich te concentreren op bepaalde activiteiten (Duhaime en Grant, 1984; Kaiser en Stouraitis, 2001; Montgomery en Thomas, 1988). Een tekortschietend prestatievermogen is niet alleen bepalend voor de beslissing als zodanig om te desinvesteren, maar ook voor de vorm die daarvoor wordt gekozen. Als de moedermaatschappij bijvoorbeeld zozeer in de financiële problemen is geraakt dat deze de rente op de uitstaande schulden

niet langer kan betalen, dan zal men eerder kiezen voor een verkoop dan voor een spin-off. Er moeten immers liquide middelen worden gevonden om aan de financiële verplichtingen op de korte termijn te kunnen voldoen (Nixon, Roenfeldt en Sicherman, 2000).

Een ander belangrijk motief om een activiteit te verkopen is wanneer de omzet, de winst en/of het marktaandeel ervan achterblijft bij de verwachtingen, wanneer de groei van de winstgevendheid ervan dan wel de groei van de vraag in de betreffende markt tegenvallen, of wanneer de betreffende activiteit betrekkelijk klein is (Chang, 1996). Een activiteit die van de hand wordt gedaan, is eerder door een overname dan door interne ontwikkeling bij de verkopende onderneming terechtgekomen. Vooral in kapitaalintensieve sectoren worden tekortschietende activiteiten nogal eens afgestoten. Soms is een desinvestering een passende oplossing wanneer het prestatieniveau tegenvalt, zelfs al is de markt op zich levensvatbaar (Hamilton en Chow, 1993; Karakaya, 2000; Ravenscraft en Scherer, 1991; Shimizu en Hitt, 2005).

In het algemeen verliest een onderneming die van de beurs wordt genomen een groot deel van haar marktwaarde gedurende de tien jaar voorafgaand aan die beslissing, maar wordt een bepaald deel van dat verlies goedge maakt in het laatste jaar voordat de notering wordt beëindigd. Ondernemingen die door een overname van de beurs gaan, maken hun verlies bijna helemaal goed in het laatste jaar van notering, terwijl ondernemingen die vanwege een faillissement van de beurs gaan in het laatste jaar gestaag waarde blijven verliezen (Baker en Kennedy, 2002). Financiële problemen leiden vaak tot een faillissement, maar veel ondernemingen slagen erin dat te voorkomen en weten hun schulden onderhands te herstructureren. Er zijn aanwijzingen dat een formeel faillissement eerder zal worden voorkomen indien, bijvoorbeeld, een betrekkelijk groot deel van de schuld in handen van banken is. Banken weten beter hoe zij een schuld moeten herstructureren. Bovendien kan een schuld gemakkelijker onderhands worden geherstructureerd als de uitstaande verplichtingen bestaan uit slechts enkele schuldvormen bestaat (Gilson c.s., 1990).

De omvang van een activiteit is van invloed op de desinvestering. Omvang in combinatie met een slecht prestatieniveau op concernniveau is van grote invloed – zowel op de beslissing om te desinvesteren als zodanig als op de vorm die ervoor wordt gekozen. Hoe groter de betreffende activiteit, des te groter ook de kans dat wordt gekozen voor een

spin-off (verzelfstandiging) in plaats van een 'sell-off' (verkoop), aangezien de betreffende activiteit dan ook meer kans maakt op eigen benen te overleven (Nixon c.s., 2000). Bovendien worden overgenomen activiteiten zonder raakvlakken in de groep doorgaans afgestoten wanneer ze de verwachtingen ten tijde van de overname niet waar maken (Bergh, 1997). Sommige onderzoeken wijzen bovendien uit dat de kans op desinvestering afneemt naarmate de activiteit ouder is (zie bijvoorbeeld Freeman, Carroll en Hannan, 1983). Volgens andere studies ligt die relatie

echter niet zo eenvoudig, en spelen ook andere factoren een rol (zie bijvoorbeeld Amburgey, Kelly en Barnett, 1993; Barnett, 1990). Chang en Singh (1999) stellen daarom dat de leeftijd van een activiteit niet zozeer van invloed is op de beslissing als zodanig om een activiteit van de hand te doen, maar eerder op de vorm die daarvoor wordt gekozen. Aansluitend bij de invalshoek in het onderzoek waarbij wordt uitgegaan van de middelen van de ondernemingen ('resource-based view') laten zij zien dat er een verband is tussen de manier waarop een onderneming actief is geworden in een bepaalde sector (overname dan wel eigen ontwikkeling) en de manier waarop men er afstand van doet ('sell-off' dan wel 'dissolution'). Een overgenomen activiteit zal eerder worden verkocht dan een activiteit die een onderneming zelf tot ontwikkeling heeft gebracht. Zo'n intern ontwikkelde activiteit, daarentegen, wordt opgeheven als gevolg van de geheel eigen middelen die deze mettertijd heeft ontwikkeld, en die een sterke belemmering vormen voor een verkoop wanneer de onderneming ervan af wil. Zo'n activiteit, veelal een ouder bedrijfs onderdeel, is doorgaans nauw verweven met de andere delen van de groep en kan daardoor niet makkelijk 'in een nieuw jasje' worden gestoken met het oog op een latere verkoop. Gelet op de zeer specifieke activa ervan is het niet mogelijk om een hoge verkoopprijs te bedingen. Sterker nog, het kan in dit geval zelfs aantrekkelijker zijn om de activiteit op te doeken dan deze te verkopen. In tegenstelling tot Mitchell (1994) vinden Chang en Singh (1999) aanwijzingen voor deze redenering. Mata en Portugal (2000) onderschrijven deze uitkomst op basis van een analyse van de toetreding en daaropvolgende strategieën van meer dan duizend buitenlandse ondernemingen in Portugal tussen 1983 en 1989.

Als een concern niet goed presteert of in financiële problemen belandt, is dat vaak het gevolg van een mislukte diversificatiestrategie

De middelen die een bedrijfsactiviteit meekrijgt, zijn daarom doorslaggevend voor wat er verder mee gebeurt. De mate waarin activa bijvoorbeeld opnieuw kunnen worden gebruikt, bepaalt de mate waarin een bedrijf waarde verliest voordat het van

Thorn EMI stak in de jaren '60 winst uit de kernactiviteit muziek in aangekochte activiteiten in sectoren die minder winst maakten waardoor bijna alle activiteiten van de groep financieel krap kwamen te zitten

de beurs wordt gehaald. Kleine bedrijven met bedrijfsmiddelen die makkelijk(er) opnieuw kunnen worden gebruikt, verliezen minder waarde voordat ze van de beurs gaan dan grotere bedrijven met bedrijfsmiddelen die niet zo snel opnieuw kunnen worden gebruikt (Baker en Kennedy, 2002). Op vergelijkbare wijze werpen empirische bevindingen van Villalonga en McGahan (2005) nieuw licht op de kans van een desinvestering ten opzichte van een alliantie. In dit onderzoek bleken de technische middelen van een onderneming significant gerelateerd aan zowel de keuze voor een acquisitie in plaats van een alliantie, en voor een alliantie in plaats van een desinvestering. Bovendien bleken de technische middelen van een onderneming grotere invloed te hebben op de keuze tussen grenscontracterende keuzen (allianties versus desinvesteringen) dan grensomvattende vormen (acquisities versus allianties). Dat betekent dat een bedrijfsactiviteit ook kan worden afgestoten juist omdat deze veelbelovende middelen en capaciteiten in huis heeft.⁴

Strategie

Soms zal een onderneming met uiteenlopende activiteiten een bepaalde activiteit afstoten omdat deze niet past bij de groepsstrategie of andere activiteiten van de groep. Wellicht is het scala van activiteiten te breed, waardoor een effectieve communicatie en samenwerking tussen de verschillende bedrijven in de groep te moeilijk wordt (Kaiser en Stouraitis, 2001). Activiteiten die betrekkelijk weinig synergie bieden en te weinig raakvlakken hebben met gelijkwaardige en ondergeschikte bedrijfsonderdelen in de groep zullen eerder worden afgestoten dan activiteiten die nauw samenhangen met de andere onderdelen van de groep (Duhaime en Grant, 1984; Montgomery en Thomas, 1988).

Bovendien kan het een probleem zijn om middelen te moeten inzetten voor verschillende doeleinden indien deze middelen schaars zijn. De onderneming kan winst uit de kernactiviteit of andere

winstgevende bedrijfsonderdelen gebruiken, maar dat kan de hele groep schade berokkenen. Thorn EMI, bijvoorbeeld, stak in de jaren zestig winst uit de kernactiviteit, muziek, in recentelijk overgenomen, minder winstgevende activiteiten in allerlei andere sectoren. Het gevolg was dat bijna alle activiteiten van de groep financieel krap zaten.

Het is ook mogelijk dat een bedrijfsactiviteit weliswaar winstgevend is, maar naar het oordeel van het concernmanagement toch een te groot beslag legt op de beschikbare middelen. Zo besloot Pactiv Corporation, een bedrijf in speciale verpakkingen, om zijn uiterst winstgevende aluminiumactiviteit van de hand te doen. In tegenstelling tot de andere activiteiten van deze groep opereerde het aluminiumbedrijf in een zeer volatiele markt. De middelen die werden vrijgemaakt door deze activiteit af te stoten, konden worden ingezet bij andere onderdelen van de groep met betere groeivoorzichten op de langere termijn. Als dit concern middelen was blijven steken in het aluminiumbedrijf, dan zou daarmee waarde voor de hele groep zijn vernietigd (Dranikoff c.s., 2002; Duhaime en Grant, 1984; Kaiser en Stouraitis, 2001; Karakaya, 2000).

De behoefte aan middelen moet ook worden afgezet tegen de omvang van de bedrijfsactiviteit. Als een kleine activiteit teveel aandacht van het concernmanagement vergt, afgezet tegen de waarde die deze activiteit voor de hele groep genereert, dan neemt de kans toe dat deze activiteit wordt afgestoten. Dat geldt vooral wanneer het topmanagement niet of nauwelijks bekend is met de betreffende activiteit. Raakt een bedrijfs onderdeel in de problemen, of onderscheidt het prestatieniveau ervan zich niet noemenswaardig van de hele divisie, dan lijken topmanagers sowieso minder genegen te zijn om aanvullende middelen te steken in kleine bedrijfsactiviteiten dan in grotere (Duhaime en Baird, 1987).

Corporate Governance

De wens van aandeelhouders om meer greep te krijgen op de activiteiten kan worden bereikt door de mate van diversificatie in de groep terug te schroeven. Als activiteiten worden afgestoten, krijgt de groep meer focus en wordt de governance versterkt. Brede diversificatie ondermijnt vaak de greep van het concernmanagement en werkt doorgaans inefficiëntie in de hand in de onderneming. Dat geldt vooral wanneer die onderneming in onzekere markten opereert. In zo'n situatie stijgt de kans dat activiteiten worden verkocht. Zijn er grootaandeelhouders in het spel, dan kan dat van grote invloed

4. De auteurs danken een anonieme lezer voor de aanwijzing hieromtrent.

zijn op de mate waarin activiteiten worden afgestoten; zij kunnen een sterke rem vormen op waardevernietigende diversificatiestrategieën van de concurtop die vooral de eigen macht wil vergroten. Vooral in de jaren tachtig van de afgelopen eeuw is er bij veel ondernemingen geherstructureerd om te ver doorgeschoten diversificatie terug te schroeven. Deze herstructureringsacties werden voorafgegaan door de dreiging van een overname. Voor het concernmanagement dat een dreigende overname wil afwenden, kan het afstoten van activiteiten een strategisch optie zijn, vooral wanneer de onderneming op de beurs tegen een te lage koers wordt verhandeld als gevolg van de diversificatie in de groep (Gibbs, 1993; Hoskisson, Johnson en Moesel, 1994; Hoskisson en Turk, 1990; Kaiser en Stouraitis, 2001). Bovendien kan het voor klanten verwarrend zijn wanneer een onderneming activiteiten voert die tegelijkertijd als klant en als concurrent in de markt opereren. Om die reden heeft AT&T, bijvoorbeeld, op gegeven moment besloten om zich op een beperkter scala van activiteiten toe te leggen (Dranikoff c.s., 2002).

Ook een wisseling van de wacht aan de top van de onderneming valt vaak samen met desinvesteringen. Het aantredende nieuwe team ziet dan bijvoorbeeld het nut van bepaalde activiteiten niet in. Als er een nieuwe CEO aantreedt, stijgt de kans dat een slecht presterende activiteit wordt afgestoten. Dat geldt vooral wanneer de macht en cognitieve oriëntatie van de nieuwe topman of topvrouw een dergelijke stap bevorderen. Vooral een ongeplande wisseling van de wacht aan de top werkt desinvesteringen in de hand. Evenzo geldt dat een CEO die van buiten komt of minder dan tien jaar meegaat eerder een ingrijpende strategische beslissing neemt dan een CEO die al langer meegaat; eerstgenoemde blijkt beter bestand tegen de verlamende krachten in de organisatie (Bingley en Wiersma, 2002; Hayward en Shimizu, 2006; Matthyssens en Pauwels, 2000; Ravenscraft en Scherer, 1991; Shimizu en Hitt, 2005; Wiersma, 1995). Bij een desinvestering maakt het verder verschil of de verkopende onderneming solvabel is dan wel in financiële problemen verkeert of zelfs gevaar loopt failliet te gaan. Vooral in het laatste geval wordt het topmanagement vaak gewisseld op initiatief van de banken waar de schulden uitstaan. De CEO en leden van de raad van bestuur worden vaak vervangen wanneer er een onderhandse herstructurering van de schulden wordt ondernomen in een poging om faillissement te voorkomen. Bij slecht presterende bedrijven die niet in financiële problemen verkeren of die geen

uitstel van betaling hebben aangevraagd, ligt het verloop onder het topmanagement veel lager (Gilson, 1989, 1990).

Ook wanneer de grootaandeelhouder met pensioen gaat, wordt er nogal eens een desinvestering in gang gezet. Dit geldt vooral bij kleine en familiebedrijven. Vaak kan er geen opvolger worden gevonden. Of de grootaandeelhouder overlijdt en de erfgenamen moeten het bedrijf opheffen omdat ze anders de verschuldigde belasting niet kunnen opbrengen (Karakaya, 2000, p. 658).

Omgeving

Desinvesteringsspatronen verschillen per bedrijfstak en regio door verschillen in de vraag en de kosten. In bedrijfstakken in de Verenigde Staten, bijvoorbeeld, ligt het aantal nieuwe toetreders hoger dan gemiddeld – maar ook het aantal bedrijven dat eruit stapt (Dunne c.s., 1988; Foster, Haltiwanger en Krizan, 2005). Mulherin en Boone (2000) laten zien dat de meeste chemische bedrijven in de periode 1990-1999 tenminste één activiteit van de hand deden; ondernemingen in andere sectoren, bijvoorbeeld supermarkten, aandelenhandel en toiletartikelen/cosmetica, desinvesteerden echter nagenoeg niet. Uit een onderzoek naar Amerikaanse fabrieken voor de periode 1972-1992 blijkt dat in een land dat vaardigheden en kapitaal accumuleert, regio's met snel veranderende productiefactorniveaus zowel hogere toetredings- als uitredingsniveaus vertonen. Arbeidsintensieve fabrieken met laagwaardige arbeid in regio's waar de materiële activa snel oplopen zullen eerder sluiten dan kapitaalintensieve fabrieken met hoogwaardige arbeid in die regio's (Bernard en Jensen, 2001).

Onzekerheid in de omgeving kan ook een reden zijn om activiteiten af te stoten. Bij grotere onzekerheid stijgen de kosten en daalt het profijt van een verscheidenheid aan activiteiten onder één dak. Het brengt kosten met zich mee om allerlei onderling loshangende activiteiten aan te sturen; die kosten kunnen worden vermeden door activiteiten af te stoten. Bergh (1998) kwam in zijn onderzoek naar de herstructureringsactiviteiten naar 168 *Fortune 500*-bedrijven in de periode 1985-1991 overigens tot een andere conclusie. Hij constateerde dat product/marktonzekerheid weliswaar positief maar niet significant gerelateerd was aan het afstoten van activiteiten zonder raakvlakken in de groep, en niet gerelateerd met het afstoten van activiteiten mét raakvlakken. In een onzekere markt werkt onzekerheid ook in de hand dat aanverwante activiteiten worden overgenomen – een

bevinding die kan worden verklaard uit de verwachte strategische en operationele (samenwerking) synergie tussen verschillende bedrijfsactiviteiten. Dat onzekerheid ook positief correleert met acquisities van activiteiten zonder raakvlakken in de groep druipt in tegen onze verwachting. Dit kan betekenen dat het concernmanagement geneigd is risico's te spreiden wanneer men met onzekerheid te maken krijgt, in plaats van risico's te verkleinen door zich te concentreren op competenties met onderlinge raakvlakken.

Institutionele beleggers en financiële analisten kunnen grote invloed uitoefenen op de bereidheid

Conglomeraten zijn op de beurs afgestraft voor hun 'foute' beleid omdat ze door hun verscheidenheid aan activiteiten moeilijker te waarderen waren

van de concerntop om te herstructureren. Sinds het midden van de jaren tachtig zijn deze partijen veel machtiger geworden (Bethel en Liebeskind, 1993). Zuckerman (2000) onderzocht in hoeverre de concentratie op kernactiviteiten bij grote conglomeraten in de periode 1985-1994 terug te voeren was op de invloed van beleggingsanalisten. Hij constateerde dat concerns vaak gedwongen werden om te herstructureren omdat hun aandelenkoers onder druk stond door de diversificatie in bedrijfsactiviteiten. Conglomeraten worden op de beurs afgestraft voor hun 'foute' beleid omdat ze door hun verscheidenheid aan activiteiten moeilijker te waarderen zijn voor analisten. Waarderingen van beleggingsanalisten zijn gebaseerd op productcategorieën, en daar passen conglomeraten niet bij.

Factoren die desinvestering ontmoedigen

Veel ondernemingen wachten vaak te lang om afscheid te nemen van een activiteit, ook al zijn er duidelijke signalen dat het economisch zinvol is om dat te doen. Instant-fotografiebedrijf Polaroid wist geen raad met de digitale markt en ging in 2001 failliet (Horn, Lovallo en Viguerie, 2006).⁵ In strategisch opzicht kan het de juiste stap zijn om een activiteit af te stoten. Bepaalde structurele, strategische en managementobstakels kunnen de onderneming er echter van weerhouden die stap ook daadwerkelijk te zetten (Porter, 1976).

Structurele (of economische) factoren

Structurele drempels betreffen de middelen van een bedrijfsonderdeel, zoals technologie, vaste activa en personeel: 'Naarmate activa duurzamer en specifiek zijn voor een bepaalde bedrijfstak, onderneming

of locatie, daalt de kans dat een activiteit economisch rendabel kan worden verkocht of gesloten, en stijgt het onmiddellijke verlies voor de onderneming bij sluiting' (Porter, 1976, p. 22). Andere structurele factoren, zoals een concentratie van aandelenbelangen in combinatie met omvang en onderlinge verwantschap tussen bedrijfsonderdelen zijn bepalend voor desinvestering. Bergh (1995) combineerde de 'agency'-theorie met de 'resource-based view' en belichtte vanuit dit gecombineerde perspectief het belang van de omvang en raakvlakken van verkochte bedrijfsactiviteiten. Is het eigendom van de onderneming sterk geconcentreerd, dan daalt de kans dat grote en onderling gerelateerde activiteiten worden verkocht. Bovendien houdt het concernmanagement soms vast aan slecht renderende bedrijfsonderdelen zolang die slechte prestaties niet 'opvallen' omdat de overige activiteiten in de groep het wél goed doen. Cho en Cohen (1997) onderzochten de vijftig grootste desinvesteringen die tussen 1983 en 1987 plaatsvonden in de Verenigde Staten. Zij laten zien dat ondernemingen pas bedrijfsonderdelen afstoten wanneer het concern als geheel duidelijk slechter presteert dan de directe concurrentie. Met andere woorden, zodra de groep als geheel slecht presteert, kan een slecht renderend bedrijfsonderdeel niet langer 'in de luwte' worden gehouden. Dan wordt zo'n activiteit uiteindelijk afgestoten. Om er nog zoveel mogelijk voor te krijgen, combineert men zo'n activiteit dan vaak met andere activiteiten alvorens deze van de hand te doen. Zo'n poging om de slagkracht of doelmatigheid van een activiteit te vergroten, of in te spelen op nieuwe kansen om middelen op een innovatieve manier te benutten, vergroot de levensvatbaarheid van het bedrijfsonderdeel en belemmert dat het van de hand wordt gedaan (Karim, 2006).

Shimizu en Hitt (2005) wijzen op verlamming als een andere factor die een onderneming ervan kan weerhouden een slecht presterend overgenomen bedrijfsonderdeel weer af te stoten. Zij meten die verlamming af aan de gecombineerde omvang en leeftijd van een organisatie. Presteert een bepaalde activiteit slecht en is de verlamming tegelijkertijd groot, dan neemt de kans af dat men besluit om de activiteit van de hand te doen. De kans op desinvestering neemt ook af wanneer een activiteit slecht presteert en de onderneming tegelijkertijd weinig ervaring heeft met desinvesteringen. Vallen de resultaten tegen, dan zal een kleine activiteit veel eerder worden afgestoten dan een grotere. De kans dat een activiteit wordt afgestoten, wordt ook kleiner wanneer de resultaten van het betreffende

5. De boedel van Polaroid werd in 2002 overgenomen door One Equity Partners, een Private Equity-firma van JPMorgan Chase dat het bedrijf opnieuw in de steigers zette en in 2005 doorverkocht aan de Amerikaanse Petters Group Worldwide (noot van vert.).

bedrijfsonderdeel in kleine stapjes teruglopen of zelfs verbeteren. Verlamming kan zo een belemmering vormen voor een economisch zinvolle verandering door middel van een desinvestering. Soms kan verandering nadelig zijn. Technische innovatie, bijvoorbeeld, kan zowel goed als slecht zijn voor de levensvatbaarheid van de onderneming die met verlamming kampt. Uit onderzoek in de auto-industrie is gebleken zien dat naarmate een onderneming groter is, ze bij technische innovatie tijdelijk meer kans loopt te struikelen doordat – vooral bij grotere ondernemingen – de voordelen van de verandering in het niet vallen bij de kosten die ermee gemoeid zijn (Carroll en Teo, 1996).

Strategische factoren

Strategische drempels hebben betrekking op mogelijke onderlinge afhankelijkheden tussen bedrijfsonderdelen die de onderneming ervan kunnen weerhouden de betreffende activiteiten af te stoten. Naarmate bedrijfsactiviteiten elkaar meer aanvullen en ze sterker met elkaar verweven zijn, wordt het minder aantrekkelijk om een activiteit buiten de deur te zetten, zelfs wanneer deze niet goed presteert. Een onderling raakvlak kan bijvoorbeeld zijn dat bepaalde middelen, zoals verkoop- en distributiekanaal, gemeenschappelijk worden gebruikt. Een ander voorbeeld is verticale integratie, bijvoorbeeld interne toelevering (Porter, 1976).

Het onderzoek van Harrigan (1980) wijst uit dat bedrijven die van groot strategisch belang zijn moeilijk kunnen worden afgestoten omdat er veel is geïnvesteerd in immateriële zaken, bijvoorbeeld een sterke productreputatie. Een sterke onderhandelingspositie van klanten en technologische of productgerelateerde belemmeringen weerhouden een onderneming er ook van om een activiteit van de hand te doen. Leidt een activiteit verlies, dan stijgt de kans op een desinvestering als het om een tanende activiteit gaat die strategisch van minder belang is. Andere structurele factoren kunnen echter van grotere invloed zijn. Denk bijvoorbeeld aan materiële faciliteiten die worden gedeeld met andere bedrijfsonderdelen die zich wel goed ontwikkelen. Of neem bijvoorbeeld een gunstige positie in de markt die te danken is aan eerdere distributierelaties en investeringen in reclame en promotie. Een strategisch belangrijke, maar ook een minder belangrijke, activiteit in een tanende sector loopt minder kans te worden afgestoten zolang het betreffende segment op afzienbare termijn levensvatbaar lijkt te blijven.

Managementfactoren

Managementdrempels hebben waarschijnlijk een minder sterke invloed op desinvesteringen dan structurele en strategische belemmeringen. Managementdrempels hebben betrekking op besluitvormingsprocessen. Ze ontstaan doordat de betrokken partijen niet allemaal over evenveel informatie beschikken, of doordat er onderling onverenigbare doelen in het spel zijn. Informatiegerelateerde drempels ontstaan bijvoorbeeld wanneer het concernmanagement uit de geaggregeerde financiële gegevens niet kan afleiden hoe een bepaald bedrijfsonderdeel presteert. Van onderling onverenigbare doelen kan sprake zijn omdat managers in het algemeen niet graag uit een activiteit stappen of omdat ze zich sterk vereenzelvigen met een activiteit die al lang deel uitmaakt van de onderneming (Nargundkar, Karakaya en Stahl, 1996; Porter, 1976; Wiersema, 1995).

De kans op een desinvestering neemt ook af wanneer synergie-effecten worden overschat. Dit speelt vooral bij een activiteit die raakvlakken heeft met andere activiteiten in de groep. Aandeelhouders spelen ook een belangrijke rol bij beslissingen over desinvestering: omdat een desinvestering op korte termijn vaak slecht is voor de beurskoers, zal het concernmanagement er niet graag toe overgaan, ook al is de stap economisch nog zo goed te beargumenteren en is ze op langere termijn zelfs goed voor de winstgevendheid. In plaats daarvan blijft men middelen inzetten om de betreffende activiteit uit de put te halen. Op langere termijn kan zo'n beleid meer kosten met zich meebrengen en meer waarde vernietigen dan een vroegtijdige desinvestering. GM bijvoorbeeld, probeert al meer dan twintig jaar winst te maken met Saturn, een divisie voor kleinere auto's. Ondanks herhaalde investeringen van miljarden dollars sinds de lancering van Saturn in 1985 is men er echter niet in geslaagd de teleurstellende situatie te keren (Horn c.s., 2006). Cumulatieve investeringen in een activiteit kunnen een obstakel worden voor een op zich noodzakelijke desinvestering. Zo bezien kan ook de ambtstermijn van een CEO een hoge drempel zijn, want naarmate iemand langer 'in het zadel zit' daalt de bereidheid om de bestaande situatie te veranderen (Bigley en Wiersema, 2002; Matthyssens en Pauwels, 2000; Ross en Staw, 1993).

De kans op een desinvestering neemt ook af wanneer synergie-effecten worden overschat

Resultaten van desinvesteringen

Desinvesteringen beïnvloeden de strategie van de onderneming, het personeel, het management en de eigenaren, het prestatieniveau van het concern, en het bedrijfsonderdeel dat wordt afgestoten.

Verandering in concernstrategie

Een onderneming kan proactief besluiten om een activiteit af te stoten, bijvoorbeeld in het kader van de langetermijnstrategie van het concern, of reactief, bijvoorbeeld omdat de resultaten bij het betreffende bedrijfsonderdeel zijn ingezakt. Met een proactieve desinvestering probeert men een strategische verandering tot stand te brengen. Uit praktijkonderzoek blijkt bijvoorbeeld dat een herstructurering kan leiden tot veranderingen in de inzet of toezegging van middelen of de inrichting van productiesystemen (Robins, 1993; Zajac en Kraatz, 1993). Toen Intel Corporation, bijvoorbeeld, zich in 1984-1985 terugtrok uit de markt voor 'dynamic random access memory' (DRAM) veranderde de 'geheugen'-onderneming in een 'microcomputeronderneming'. Dit is een voorbeeld van een desinvestering in het kader van een strategische koerswijziging. Intel beseftte dat het concern waarde kon creëren door middelen anders in te zetten en technologie af te koppelen. Immers, men kon zo schaarse middelen vrijmaken uit activiteiten waarmee Intel strategisch zwak stond; hierdoor werd de strategische context van die activiteiten in het concern opgeheven (Burgelman, 1994, 1996).

Een desinvestering kan de diversificatiegraad van een concern veranderen (Byerly c.s., 2003). De beslissing om Thorn EMI te herstructureren, bijvoorbeeld, ging gepaard met een fundamentele verandering in de diversificatie in die groep. Zoals eerder gezegd, besloot Thorn EMI in 1985, na tientallen jaren investeren in allerlei verschillende en veelal verlieslatende activiteiten, zich helemaal toe te leggen op de kernactiviteit: het muziekbedrijf, dat zoveel winst en wereldwijd potentieel leek te bieden (Kaiser en Stouraitis, 2001). Een recenter voorbeeld van zo'n heroriëntatie is de Duitse onderneming Linde, een vooraanstaand bedrijf in gas en techniek dat van een conglomeraat veranderde in een specialist in (hoofdzakelijk) industriële gassen.⁶

Effect op medewerkers, management en eigendomsstructuur

Desinvesteringen en ontslagen grijpen in elkaar. Een desinvestering kan een bedreiging vormen voor de loopbaan van medewerkers – en soms zelfs voor

hun hele bestaan. Daardoor kan een desinvestering onzekerheid en angst zaaien onder het personeel. Een deel van het personeel kan zich zelfs verraden voelen wanneer een onderneming een activiteit wil afstoten, en kan daar agressief op reageren (Brockner, Grover, O'Malley, Reed en Glynn, 1993; Capron, Mitchell en Swaminathan, 2001; Dranikoff c.s., 2002; Nees, 1981; Reilly, Brett en Stroh, 1993). Een desinvestering is zelfs van invloed op de medewerkers die achterblijven in het concern. Vooral medewerkers die een desinvestering 'overleven' maar niet veel zelfvertrouwen hebben, worden zorgelijk en ontwikkelen een sterke arbeidsmotivatie om hun angst te compenseren. Managers die een desinvestering 'overleven' veranderen vaker hun houding ten opzichte van hun carrière en organisatie, betrokkenheid bij het werk en tevredenheid over hun baan-zekerheid. Daar staat tegenover dat sommige managers die bij het verkochte bedrijf blijven zich bij de nieuwe eigenaar bevrijd voelen doordat het bedrijf profiteert van de passende expertise die deze kan bieden (Brockner c.s., 1993; Dranikoff c.s., 2002; Reilly c.s., 1993).

Bij ondernemingen die in de financiële problemen zitten, kan verloop onder het topmanagement zowel de aanleiding als het gevolg zijn van een desinvestering (Gilson, 1990). Het zittende management en de commissarissen moeten de macht vaak afstaan aan grote aandeelhouders en crediteuren. Die krijgen een groter deel van het gewone aandelenkapitaal in handen. De invloed van de banken neemt ook toe als gevolg van contractafspraken over geherstructureerde bankleningen. Bovendien blijken managers vaak gedurende tenminste drie jaar na hun ontslag moeilijk aan een nieuwe baan te kunnen komen (Gilson, 1989). Faillissement of uitstel van betaling kunnen veranderingen teweeg brengen in de managementbeloning en prestatieprikkels. Onderzoek naar 77 beursgenoteerde ondernemingen die in de jaren tachtig faillissement aanvroegen of hun schulden onderhands herstructureerden wijst uit dat deze bedrijven tegelijkertijd hun beloningssystemen veranderden om een sterker verband te leggen tussen beloning en concernprestatie (Gilson en Vetsuypens, 1993).

Concernprestatie

Een betere concernprestatie is misschien wel de belangrijkste uitkomst van een desinvestering (Chang, 1996; Montgomery en Thomas, 1988). Zowel goed als minder goed presterende ondernemingen stoten activiteiten af, maar de minder winstgevendende ondernemingen staan onder grotere druk van de beurs

6. In de Benelux opereerde Linde tot 1 januari 2007 onder de naam (van het sinds 2000 in volledige eigendom overgenomen) Hoek Loos; noot van vert.

om dat te doen. Toen de CEO van DaimlerChrysler, Dieter Zetsche, bijvoorbeeld bekend maakte dat het concern overwoog om de strategie te veranderen door Chrysler af te stoten, steeg de koers van het aandeel in vijf dagen tijd met meer dan tien procent (Meck, 2007).

De relatie tussen desinvestering en concernprestatie kan door verschillende factoren worden beïnvloed. Een verkoop van een bedrijfsonderdeel, bijvoorbeeld, lijkt weinig effect te hebben op het prestatievermogen nadien tenzij deze herstructurering gepaard gaat met een aanscherping van de focus, prijsaankondigingen of een uitkering aan aandeelhouders. Het rendement is het hoogst wanneer de opbrengst van een verkochte activiteit wordt gebruikt om schulden af te betalen of een speciaal dividend uit te keren aan de aandeelhouders (Bowman, Singh, Useem en Badhury, 1999; Markides, 1992; Steiner, 1997). Een verkoop verbonden aan een aanscherping van de focus is ook positief gecorreleerd met een prestatieverbetering in de drie jaar na de verkoop. De beurs blijkt positiever te reageren op bedrijven die hun focus aanscherpen dan op andere desinvesterende ondernemingen (John en Ofek, 1995). Met betrekking tot een verandering van focus laat Markides (1992) zien dat de relatie tussen diversificatie en de winstgevendheid van de onderneming volgens een kromme ('curvilineair') verloopt. Dat wil zeggen: lagere niveaus van diversificatie zijn positief gerelateerd aan winstgevendheid, maar nadat een optimum is bereikt wordt de relatie tussen beide aspecten negatief. In verder onderzoek ondersteunt Markides (1995) nadrukkelijk de voorspelling dat de concentratie op een kleiner aantal activiteiten, waartoe overmatig gediversifieerde ondernemingen in de jaren tachtig overgingen, leidde tot sterke verbeteringen van de winstgevendheid. Chang (1996) bevestigt op empirische grondslag dat een desinvestering de winstgevendheid verbetert, zowel het rendement op de activa (ROA) als de operationele kasstroom.

Een sluiting van een bedrijfsonderdeel pakt anders uit. Aangezien een liquidatie op ernstige problemen duidt, heeft de aankondiging van een sluiting een negatief effect op de beurskoers. Naarmate er meer tijd verstrijkt tussen de eerste aankondiging en de daadwerkelijke sluiting krijgt het aandeel het zwaarder te verduren op de beurs. De belegger vreest dan namelijk dat er een groter beslag wordt gedaan op de kasstroom naarmate de sluiting langer op zich laat wachten (Clineball en Clineball, 1994).

Verwijzend naar spin-offs, 'equity carve-outs' en 'asset sales' laten Mulherin en Boone (2000) zien dat de 370 desinvesteringen uit hun steekproef in de periode 1990-1999 in het algemeen waarde creëerden. Gemiddeld bedroeg deze waarde na aftrek van het rendement van de markt als algemeen 3,04 procent. Het gemiddelde rendement los van de markt kwam in hun onderzoek uit op 4,51 procent voor spin-offs, 2,27 procent voor 'equity carve-outs', en 2,60% voor 'asset sales'. Het algemene positieve effect op de beursprestatie is in lijn met eerdere en latere onderzoeksresultaten over de uitkomsten van spin-offs (zie bijvoorbeeld Miles en Rosenfeld, 1983), 'asset sales' (zie bijvoorbeeld Lang c.s., 1995) en 'equity carve-outs' (zie bijvoorbeeld Vihj, 2002). Het positieve effect van een spin-off kan verschillen al naar gelang de omvang van het te verzelfstandigen bedrijfsonderdeel. Grote spin-offs beïnvloeden de aandeelhouderswaarde sterker dan kleinere (Miles en Rosenfeld, 1983). Vooral een onderneming waarvoor de informatie over de kasstroom en de operationele efficiëntie van de bedrijfsonderdelen bijzonder ongelijk is verdeeld, profiteert van een spin-off; die helpt de ongelijke spreiding van informatie significant te verkleinen (Krishnaswami en Subramaniam, 1999). Ook de omvang is van invloed op de verkoop: bij een grotere verkoop is de koersreactie op de dag van de aankondiging groter (Klein, 1986). Verder loopt de marktwaarde van een onderneming sterker op door de verkoop van een dochtermaatschappij in een meer ontwikkelde economie dan door de verkoop van een activiteit in een opkomende markt. Dat komt doordat er in een minder ontwikkelde economie minder fel wordt geconcurrereerd om afgestoten activa dan in een hooggeïndustrialiseerde economie. De verkoopopbrengst van een bedrijfsonderdeel in een zich ontwikkelende economie wordt daardoor lager ingeschat (Borde, Madura en Akhigbe, 1998). Bovendien reageert de beurs niet positief wanneer de externe markt niet goed functioneert. Makhija (2004) analyseerde 988 bedrijven in Tsjechië en keek daarbij zowel naar het 'agency'- als het transactiekostenperspectief. Hij liet zien dat herstructurering negatief uitpakte voor de waarderingen voor bedrijven in de Tsjechische economie – in tegenstelling tot de VS, waar herstructureringen positief uitpakten. Dit negatieve effect wordt

Liquidatie van een concernonderdeel duidt op ernstige problemen – de aankondiging van een sluiting heeft daarom een negatief effect op de beurskoers

hoogstwaarschijnlijk veroorzaakt door een verlies aan kapitaalgerelateerde voordelen alsook door de lagere ontwikkelingsgraad van de externe product- en arbeidsmarkten in een zich ontwikkelende economie.

Consequenties voor de afgestoten activiteit

Woo c.s. (1992) geven aan dat het prestatievermogen van een afgestoten bedrijfsonderdeel verbetert na de verkoop ervan. Dat komt doordat de 'agency'-kosten dalen en de flexibiliteit op het vlak van de regelgeving stijgt. Zij stellen dat de prestatieverbetering bij activiteiten met raakvlakken (in de groep

waar ze deel van uitmaakten vóór de verkoop; vert.) hoger zullen uitvallen dan bij bedrijfsactiviteiten zonder die raakvlakken. Dat komt doordat bedrijfs-onderdelen mét raakvlakken hogere bureau-

cratische kosten met zich meebrengen dan activiteiten zonder raakvlakken. Geen van beide stellingen werd empirisch ondersteund: het prestatieniveau van bedrijfsonderdelen mét als zonder raakvlakken verbeterde niet na een spin-off en vertoonde zelfs eerder een dalende tendens. Gevoelsmatig lijkt het redelijk om aan te nemen dat een bedrijfsonderdeel na een verkoop beter zal presteren. Dat geldt vooral wanneer de moedermaatschappij niet beschikt over de vaardigheden en middelen die dat bedrijfsonderdeel nodig heeft in de verschillende stadia van haar levenscyclus, en er dus geen waarde aan kan toevoegen. Een nieuwe eigenaar kan dan wellicht meer bijdragen (Dranikoff c.s., 2002).

Een andere mogelijke uitkomst is dat het management van de afgestoten activiteit wordt versterkt. Seward en Walsh (1996) onderzochten de interne aansturing na herstructurering bij 78 vrijwillige spin-offs tussen 1972 en 1987. Bij de afgestoten activiteiten bleek sprake te zijn van een efficiënte interne sturing. Deze bedrijven werden geleid door een CEO die was opgeklimmen bij de voormalige moedermaatschappij, en die een prestatiegerelateerde en marktconforme beloning ontving, en hun raden van commissarissen en beloningscommissies werden gedomineerd door buitenstaanders.

Conclusie

Dit artikel was vooral bedoeld als analyse van de gefragmenteerde literatuur over desinvesteringen

van de afgelopen dertig jaar. De tabel in figuur 2 biedt een overzicht van de bevindingen die wij in dit artikel hebben verzameld. Wat onze inventarisatie ons leert, kan in drie clusters worden samengevat:

1. Factoren die een desinvestering in de hand werken

Een gebrekkig prestatievermogen op concern- en bedrijfsniveau, gebrek aan strategische 'fit' en/of focus, gebrek aan middelen, te ver doorgevoerde diversificatie, verloop onder het topmanagement, grootaandeelhouders, een dreigende overname, en omgevingsfactoren als bedrijfstak, onzekerheid en institutionele context vergroten de kans op een desinvestering.

2. Factoren die een desinvestering ontmoedigen

Naarmate de aandelen in minder handen zijn geconcentreerd, daalt ook de kans dat grote activiteiten met raakvlakken in de groep worden afgestoten. Verlamming, gebrek aan ervaring met desinvestering, een relatief grote omvang van een bedrijfsonderdeel, en een slechts langzaam teruglopend prestatievermogen bij de bedrijfsactiviteit in kwestie zijn langzaam hoger wordende drempels voor een desinvestering. Een poging tot herinrichting van een activiteit, sterke raakvlakken met andere bedrijfs-onderdelen in de groep en groot strategisch belang voor het concern alsook een ongelijke spreiding van informatie, onderling botsende doelen en oplopende cumulatieve investeringen ontmoedigen een desinvestering eveneens.

3. Uitkomsten van desinvestering

Een desinvestering kan leiden tot veranderingen in de inzet van middelen, productiesystemen en de diversificatiegraad in het concern. Een desinvestering gaat vaak gepaard met gedwongen ontslagen en veranderingen in de houding en het gedrag van medewerkers, het management, en de eigendomsstructuur. De overwegend positieve relatie tussen desinvestering en prestatievermogen wordt beïnvloed door factoren als strategisch focus, eerder prestatievermogen en de ontwikkeling van de markt. Voor de afgestoten activiteit liggen een financiële verbetering en een sterker management in het verschiet.

Kijken we vanuit een historisch perspectief naar desinvesteringen, dan zien we dat ondernemingen tegenwoordig veel minder divers zijn dan de bedrijven waar in de jaren tachtig en negentig activiteiten werden afgestoten. Een desinvestering kan daardoor

Ondernemingen zijn nu veel minder divers dan in de jaren '80 en '90 – een desinvestering is daarom niet langer een teken dat er een conglomeraat wordt ontmanteld

Figuur 2. Overzicht van empirische bevindingen over desinvesteringen

Onderzoeken (auteursnamen)	Bevindingen
Alexander, Benson en Kampmeyer (1984)	Aankondiging van vrijwillige verkoop heeft licht positief koerseffect; verkoop vaak aangekondigd na periode van buitengewone verliezen
Amburgey, Kelly en Barnett (1993)	Organisatorische verandering verhoogt kans op falen en soortgelijke veranderingen; uitkomsten van verandering afhankelijk van moment in levenscyclus organisatie
Audretsch en Mahmood (1994)	Hoe groter de kloof tussen feitelijke en optimale productie, des te groter ook de kans op falen; factoren die groei van onderneming in de hand werken verkleinen overlevingskans, en omgekeerd
Baker en Kennedy (2002)	Gemiddeld doen de aandelen van bedrijven die van de beurs worden gehaald het slechter dan de beurs in de jaren voorafgaand aan hun laatste jaar van notering; i.t.t. tot bedrijven die uit notering gaan vanwege problemen vertonen bedrijven die uit notering gaan door overname een sterke koersstijging in laatste beursjaar
Barnett (1990)	In systemische sectoren vermindert mutualisme rivaliteit tussen organisaties, waardoor technologische heroriëntatie minder belangrijk is voor overleven dan technologische complementariteit en uniformiteit
Bergh (1995)	Bij sterk geconcentreerd aandelenbezit daalt de kans dat grote activiteiten met raakvlakken in de groep worden verkocht
Bergh (1997)	Overgenomen activiteiten zonder raakvlakken in de groep worden afgestoten wanneer verwachtingen (gebaseerd op motieven en omstandigheden ten tijde van overname) niet worden waargemaakt
Bergh (1998)	Onzekerheid in productmarkt (volatiliteit) positief maar niet significant gerelateerd met desinvestering van activiteiten zonder raakvlakken in groep; positief en significant gerelateerd aan overname van activiteiten met en zonder raakvlakken in groep
Bernard en Jensen (2001)	In vaardigheden en kapitaal accumulerend land liggen zowel toe- als uitreding hoger in een regio met snel veranderende factorinzet; arbeidsintensieve maar lage scholing vereisende productievestiging in regio met snelle toename in kapitaalgoederen sluit eerder dan kapitaal-intensieve en hoog vaardigheidsniveau vereisende productievestiging in zelfde regio
Bethel en Liebeskind (1993)	In jaren '80 vonden herstructureringen vaak plaats onder druk van grootaandeelhouders
Bigley en Wiersema (2002)	Significante interactie-effecten tussen ervaring van beoogde nieuwe CEO en vermogen om strategische heroriëntatie concreet te voorspellen
Borde, Madura en Akhigbe (1998)	Bij grotere desinvestering heeft aankondiging grotere weerslag; bij afstoten van dochter in meer ontwikkelde economie heeft aankondiging gunstiger effect
Brockner, Grover, O'Malley, Reed en Glynn (1993)	In reactie op vermeende dreiging van nog meer ontslagen maken overblijvers met weinig zelfvertrouwen zich eerder zorgen dan overblijvers met veel zelfvertrouwen en vertalen die zorgen in versterkte werkmotivatie
Burgelman (1994)	Strategische desinvestering Intel ingegeven door vijf factoren: ontwikkeling krachtenveld bedrijfstak, onderscheidend concurrentievermogen, houding topmanagement tegenover vroegere basis van bedrijf en actueel succes, strategische actie, en klimaat voor interne selectie
Burgelman (1996)	Transformatie Intel van geheugen- naar microcomputerbedrijf laat zien dat uiteindelijke levensvatbaarheid van bedrijf staat of valt met vervanging van oude productmarktstrategieën door nieuwe
Byerly, Lamont en Keasler (2003)	Eerdere diversificatieopstelling beïnvloedt relatie tussen herstructurering activiteiten en prestatievermogen
Capron, Mitchell en Swaminathan (2001)	Bedrijven gebruiken overnames, inzet van middelen en desinvesteringen om activiteiten dynamisch te veranderen
Carroll en Swaminathan (1992)	Toe- en uitreding microbrouwerijen en zelfbrouwende kroegen sterk afhankelijk van dichtheid, concentratie in sector en bedrijfsomvang
Chang (1996)	Bedrijven geneigd om actief te worden in sectoren met vergelijkbaar personeelsprofiel en die met ander profiel te verlaten
Chang en Singh (1999)	Toetredingsvormen (overname versus interne ontwikkeling) en vormen van desinvestering (verkoop of opheffing) zijn onderling gerelateerd
Cho en Cohen (1997)	Ondernemingen stoten pas bedrijfsonderdelen af wanneer het concern als geheel duidelijk slechter presteert dan de directe concurrenten
Clineball en Clineball (1994)	Aankondiging van fabriekssluiting heeft doorgaans negatief effect op prestatievermogen, maar dit effect kan worden beperkt door de aankondiging zo kort mogelijk vóór daadwerkelijke sluiting te doen (met inachtneming van wettelijke en operationele vereisten)
Duhaime en Baird (1987)	Overwegingen voor desinvestering verschillen, afhankelijk van omvang bedrijfsonderdeel
Duhaime en Grant (1984)	Financiële positie desinvesterende onderneming verschilt significant en ongunstig van financiële positie concurrentie; afgestoten bedrijfsonderdelen doorgaans krap bij kas, weinig slagkrachtig, zonder noemenswaardige raakvlakken met andere activiteiten, en geen prioriteit voor concernmanagement
Dunne, Roberts en Samuelson (1988)	Significante variatie in toetredingspatronen en daarop volgende omvang en desinvesteringpatronen voor verschillende soorten toetreders
Foster, Haltiwanger en Krizan (2005)	Gestage en grote herschikking van productie en arbeid in detailhandel veroorzaakt door zowel toetreding als desinvestering en herschikking in afzonderlijke bedrijven
Freeman, Carroll en Hannan (1983)	Zwakke van nieuwkomer hangt ervan af of bedrijven verdwijnen door opheffing of doordat ze via fusie opgaan in ander bedrijf
Gibbs (1993)	'Agency'-conflicten verklaren herstructurering voor een deel; commissarissen zonder verleden in onderneming, beloning van topmanagement in aandelen, en actieve markt voor concernsturing helpen 'agency'-problemen voorkomen en corrigeren
Gilson (1989)	Bij meer dan helft van ondernemingen in financiële problemen (in gebreke bij rentebetalingen, in faillissement, of bezig uitstaande schuld onderhands te herfinancieren) vinden er wisselingen plaats in het topmanagement, vaak op last van schuldeisers
Gilson (1990)	Door financiële problemen verschuift zeggenschap over bedrijfsmiddelen concern van directie en commissarissen naar grootaandeelhouders en schuldeisers
Gilson, John en Lang (1990)	Financiële problemen eerder opgelost door onderhandse onderhandelingen dan door formeel faillissement indien activa overwegend immaterieel, en relatief groter deel van schulden uitstaat bij banken; onderhandse onderhandelingen minder kans van slagen bij hoger aantal verschillende schuldinstrumenten

Figuur 2 vervolg. **Overzicht van empirische bevindingen over desinvesteringen**

Onderzoeken (auteursnamen)	Bevindingen
Gilson en Vetsuypens (1993)	Bijna een derde van alle CEO's in steekproef moest veld ruimen als gevolg van financiële problemen; CEO's die aanbleven betaalden vaak een persoonlijke prijs in de vorm van korting op salaris en bonus; opvolgers verdienden vaak minder dan hun voorgangers
Hamilton en Chow (1993)	Belangrijkste redenen voor desinvestering: (1) laag rendement betreffend bedrijfsonderdeel, (2) matige groeivoorzichten
Harrigan (1980)	Bedrijven met groot strategisch belang moeilijk af te stoten in verband met gecreëerde waarde door investeringen in immateriële zaken
Harrigan (1982)	Desinvestering in uitontwikkelde, niet tanende sector vooral als gevolg van overtollige capaciteit en kennelijke aantrekkelijkheid sector
Hayward en Shimizu (2006)	Matig presterende overgenomen bedrijfsonderdelen doorgaans afgestoten indien plaatsbaar bij 'attributional accounts' (niet bezwaarlijke accounts omwille van prestatie) en 'comprehensive accounts' (d.w.z. in context prestatieniveau hele concern)
Hoskisson, Johnson en Moesel (1994)	Groootaandeelhouderschap, eerdere gebeurtenis in governance en relatieve productdiversificatie (strategie) hebben belangrijk indirect effect op desinvesteringsactiviteit, en relatieve productdiversificatie en relatieve schuld hebben belangrijke directe effecten; marktprestatie beïnvloed relatie tussen financieel resultaat en desinvesteringsactiviteit
John en Ofek (1995)	Hoofdzakelijk focusverschepende activaverkoop leidt tot prestatieverbetering bij verkopende ondernemingen
Kaiser en Stouraitis (2001)	Management creëert waarde voor aandeelhouder als opbrengst van desinvestering wordt gestoken in expansie door uitbreiding in groeitakken onderneming en desinvestering tanende sectoren
Karim (2006)	Overgenomen en intern ontwikkelde bedrijfsactiviteiten dienen verschillende doelen in veranderingsproces, en ondernemingen vinden reconfiguratie gunstig
Klein (1986)	Door de bank leidt initiële aankondiging desinvestering tot significant maar klein positief gemiddeld extra rendement voor verkopende onderneming
Krishnaswami en Subramaniam (1999)	Bij ondernemingen die overgaan tot 'spin-off' is informatie ongelijkmatiger verspreid dan bij branchegenoten van vergelijkbare omvang
Lang, Poulsen en Stulz (1995)	Activa worden verkocht om bedrijfsdoelen te kunnen financieren wanneer alternatieve financieringsbronnen te duur zijn (gelet op doelen) of niet voorhanden
Makhija (2004)	Gemiddeld wordt waarde Tjechische bedrijven negatief beïnvloed door herstructurering; dit kan slechts ten dele worden ondervangen door gekozen eigendomsstructuur
Markides (1992)	Terugschroeven van diversificatie gaat gepaard met waardecreatie omdat te sterk gediversifieerde onderneming dan optimale grenzen nadert en efficiënter kan worden
Markides (1995)	Aanscherping focus in jaren '80 door te sterk gediversifieerde ondernemingen sterk gecorreleerd met verbetering van winstgevendheid
Mata en Portugal (2000)	Vorm van toetreding ('greenfield' of overname) en schuldpositie onderneming oefenen tegengesteld effect uit op desinvestering door opheffing of verkoop
Matthyssens en Pauwels (2000)	Besluit om uit internationale markten te stappen gaat gepaard met drie processen: (1) olopende cumulatieve investeringen, (2) ontwikkeling strategische flexibiliteit, en (3) onderlinge confrontatie van deze twee processen
Miles en Rosenfeld (1983)	In het algemeen heeft aankondiging van 'spin-off' positief effect op aandeelhouderswaarde en luidt die aankondiging een periode van buitengewone positieve rendementen in
Mitchell (1994)	Effect van omzet en leeftijd op desinvestering door verkoop dan wel opheffing hangt af van soort toetreders (starter of diversifiërende toetreders)
Montgomery en Thomas (1988)	Positieve beursreactie op desinvestering niet ingegeven door prestatieverbeteringen op korte termijn
Montgomery, Thomas en Kamath (1984)	Beurs belooft bedrijven die activiteiten afstoten vanuit concernstrategische visie en straft bedrijven die reactief desinvesteren
Mulherin en Boone (2000)	Zowel met acquisitie als met desinvestering wordt waarde gecreëerd; waarde-effect is direct gerelateerd aan omvang herstructurering
Nargundkar, Karakaya en Stahl (1996)	Zes factoren ontmoedigen desinvestering: (1) kosten van desinvestering, (2) operationale 'fit', (3) 'fit' in marketing, (4) voorwaartse verticale integratie, (5) achterwaartse verticale integratie, (6) aantal jaren dat activiteit deel uitmaakt van onderneming; belang van effect verschilt bij uitontwikkelde en tanende sectoren
Nees (1981)	Desinvesteringsproces verloopt effectiever wanneer managers op lagere niveaus erbij betrokken worden
Nixon, Roenfeldt en Sicherman (2000)	Keuze van desinvestering vooral beïnvloed door financiële problemen, aantal leden 'board', of CEO ook Chairman is van 'board', en omvang af te stoten bedrijfsonderdeel
Porter (1976)	Factoren ten grondslag aan toetredingsdrempels weerhouden onderneming er ook van, zich weer uit sector terug te trekken; toetreding en desinvestering zijn dus gerelateerd
Ravenscraft en Scherer (1991)	Hoe lager winstgevendheid bedrijfsonderdeel en concern, marktaandeel van bedrijfsonderdeel en verhouding R&D tot omzet bedrijfsonderdeel, en hoe groter de kans op een nieuwe CEO, des te groter ook de kans op een desinvestering
Reilly, Brett en Stroh (1993)	Toenemende negatieve turbulentie negatief gecorreleerd met tevredenheid over baan zekerheid; financiële herstructurering positief gerelateerd met carriëreloyaliteit; groei positief gerelateerd aan carriëreloyaliteit en betrokkenheid bij werk; organisatorische opsplitsing positief gerelateerd met carriëreloyaliteit
Robins (1993)	Herstructurering leidt tot verandering in organisatie van productiesystemen
Ross en Staw (1993)	In Shoreham-case zorgde combinatie van psychologische, projectgerelateerde, sociale en organisatorische factoren voor volharding in koers die gedoemd was te mislukken
Seward en Walsh (1996)	Herschikking van eigendomsverhoudingen bevorderlijk voor invoering efficiënte governance- en control-methoden, maar niet bepalend voor koersreactie op aankondiging van dergelijke vrijwillige herstructurering
Shimizu en Hitt (2005)	Minder kans op desinvestering als bedrijfsonderdeel slecht presteert en concern verlamd is, en tevens wanneer bedrijfsonderdeel slecht presteert en concern weinig ervaring heeft met desinvestering; slecht presterend klein bedrijfsonderdeel eerder afgestoten dan slecht presterend groot bedrijfsonderdeel; kans op desinvestering kleiner als resultaat slechts langzaam verslechtert of zelfs verbetert

Figuur 2 vervolg. **Overzicht van empirische bevindingen over desinvesteringen**

Onderzoeken (auteursnamen)	Bevindingen
Steiner (1997)	Kans op verkoop significant gerelateerd aan concernprestatie en significant positief gerelateerd aan schuldenpositie; verkoopbeslissing significant positief gerelateerd aan aantal bedrijfssegmenten en significant negatief gerelateerd aan aandeelbezit onder functionarissen en topmanagers
Vijh (2002)	Hoe hoger activa bij dochters in verhouding tot concern, des te meer stijgt rendement in periode na aankondiging; rendement gerelateerd aan grotere focus in bedrijfsvoering, fondsen voor projecten, complexiteitsreductie aandelenwaardering, en mogelijkheid scheppen voor eventuele 'spin-off' of overname door derden
Villalonga en McGahan (2005)	Technologische middelen in huis significant gerelateerd aan keuze van zowel acquisitie in plaats van alliantie, als van alliantie in plaats van desinvestering; technologische middelen oefenen echter grotere invloed uit op keuze voor alliantie in plaats van desinvestering dan voor acquisitie in plaats van alliantie
Wiersema (1995)	Ongeplande wisseling van wacht aan de top bevordert herstructureringsinitiatieven teneinde onderneming beter af te stemmen op concurrentieomgeving
Woo, Willard en Daellenbach (1992)	Door de bank gaan zowel bedrijfsonderdelen mét als zonder raakvlakken in de groep na een 'spin-off' niet beter presteren en kan hun prestatie zelfs verslechteren
Zajac en Kraatz (1993)	In tegenstelling tot ecologische voorspellingen is herstructurering een voorspelbare, veel voorkomende en prestatieverbeterende reactie op veranderende omgevingsfactoren
Zuckerman (2000)	Behalve door een slecht prestatieniveau komt focusaanscherpende desinvestering eerder voor bij ongelijke marktdekking druk van beleggingsanalisten

inmiddels niet langer worden beschouwd als een ontakeling van een conglomeraat. De noodzaak voor desinvesteringen en de omstandigheden waaronder ze zich voordoen lijken te zijn veranderd. Desinvestering en overname zijn allebei onderdelen van een herstructureringsstrategie die de strategische koers en samenstelling van een onderneming moet doen veranderen. Villalonga en McGahan (2005, p. 1183) wijzen erop dat deze verschillende strategische mogelijkheden eerder in samenhang dan in isolement moeten worden gezien. Of een onderneming groeit door middel van acquisities of allianties dan wel kleiner wordt door desinvesteringen of allianties hangt immers af van het perspectief van die onderneming. In lijn daarmee, en met Capron c.s. (2001), vat Karim (2006) de herstructurering van de activa van een onderneming samen onder het begrip 'reconfiguratie'. Karim onderzocht vanuit multi-theoretisch perspectief 250 bedrijven (bestaande uit in totaal 866 bedrijfsonderdelen en 1.274 productgroepen) in de medische sector in de periode 1978-1997. Zij keek daarbij naar een type bedrijfsopheffing dat nog niet of nauwelijks aandacht had gekregen in het onderzoek naar herstructureeringen: een activiteit die wordt opgeheven door deze in een andere activiteit in dezelfde onderneming te schuiven. Overgenomen activiteiten worden vaak toegevoegd aan intern ontwikkelde activiteiten of samengevoegd met andere overgenomen activiteiten. Door zo'n interne reconfiguratie wordt desinvestering uitgesteld: onderdelen die minstens één keer intern zijn herschikt worden langer aangehouden dan activiteiten waarmee dat nog nooit is gebeurd. Interne reconfiguratie voorafgaand aan desinvestering lijkt gunstig te zijn voor ondernemingen; hier zou

verder onderzoek naar moeten worden gedaan. Het onderzoek van Karim laat zien dat er een completer perspectief kan worden ontwikkeld op het thema desinvestering als we ook kijken naar andere aspecten van actuele ontwikkelingen op het gebied van management. Er is bijvoorbeeld nog nauwelijks gekeken naar de vraag wat voor soort partijen optreden als koper. Toch wijzen managers die een koper zoeken voor een bedrijfsonderdeel op de verschillen tussen een strategische koper (lees: een ander bedrijf uit dezelfde bedrijfstak) en een financiële investeerder. Er hebben in de afgelopen jaren veel meer transacties plaatsgevonden met financiële investeerders; gelet op de actuele ontwikkelingen mag worden aangenomen dat het aantal transacties van dat type verder zal toenemen (Rosenbloom, 2005). Financiële investeerders zijn er vooral op uit om winst te maken op de transactie. Een strategische koper zal een activiteit vooral willen overnemen om er synergie mee te creëren of zijn marktaandeel mee uit te breiden. De strategische koper zal daarom niet zoveel voor een bedrijfsonderdeel willen betalen als een financiële investeerder. In de populaire zakenpers zijn allerlei voorbeelden te vinden van bedrijfsonderdelen die aan financiële investeerders zijn verkocht. Financiële investeerders spelen een steeds grotere rol bij overnames. Voorbeelden in Duitsland zijn de verkoop door Stinner van Brenntag en Interfer, en door Thyssen-Krupp van Berkenhoff en zijn bedrijf voor carrosseriedelen. Hier zou nader onderzoek naar moeten worden gedaan. Al met al is het de bedoeling geweest van dit artikel om het belang van de desinvestering voor onderzoek en praktijk te belichten. Gelet op wat we

weten over desinvesteringen, en het grote financiële belang ervan, moeten we voor ogen houden dat een desinvestering geen teken van mislukking is maar eerder een nieuw begin voor een concern. Dat heeft bijvoorbeeld General Electric laten zien onder Jack Welch. Door onze kennis over desinvesteringen en de samenhang ervan met andere herstructureringsactiviteiten verder uit te breiden, kunnen we aantonen dat Anslinger, Klepper en Subramaniam (1999) gelijk hadden met hun uitspraak dat 'scheiden lang niet altijd doet lijden'.⁷

Literatuur

Accenture (2003). *Strategic divestment study*. Op maandag 11 december 2006 onttrokken van https://accenture.com/Global/Research_and_Insights/Outlook/By_Alphabet/DivestitureStrategy.htm.

Alexander, G.J., Benson, P.G., en Kampmeyer, J.M. (1984). Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate selloffs. *Journal of Finance*, 39, 503-517.

Amburgey, T., Kelly, D., en Barnett, W.P. (1993). Resetting the clock: The dynamics of organizational change and failure. *Administrative Science Quarterly*, 38, 51-73.

Anslinger, P.L., Klepper, S.J. en Subramaniam, S. (1999). Breaking up is good to do. *McKinsey Quarterly*, 1999 (1), 16-27.

Anslinger, P., Jenk, J. en Chanmugan, R. (2003). The art of strategic divestment. Op maandag 11 december 2006 onttrokken van https://accenture.com/Global/Research_and_Insights/Outlook/By_Alphabet/DivestitureStrategy.htm.

Audretsch, D.B. en Mahmood, T. (1994). Firm selection and industry evolution: the post-entry performance of new firms. *Journal of Evolutionary Economics*, 4, 243-260.

Bain, J.S. (1956). *Barriers to new competition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Baker, G.P. en Kennedy, R.E. (2002). *Survivorship and the economic grim reaper*. Harvard Business School Working Paper.

Barnett, W. (1990). The organizational ecology of a technical system. *Administrative Science Quarterly*, 35, 31-60.

Bergh, D.D. (1995). Size and relatedness of units sold: An agency theory and resource-based perspective. *Strategic Management Journal*, 16, 221-239.

Bergh, D.D. (1997). Predicting divestiture of unrelated acquisitions: An integrative model of ex ante conditions. *Strategic Management Journal*, 9, 715-731.

Bergh, D.D. (1998). Product-market uncertainty, portfolio restructuring, and performance: An information-process-

ing and resource-based view. *Journal of Management*, 24, 135-155.

Bernard, A.B. en Jensen, J.B. (2001). Who dies? International trade, market structure and industrial restructuring. Tuck School of Business at Dartmouth, Working Paper nr. 01-03. Op maandag 11 december 2006 onttrokken van <http://ssrn.com/abstract=272140>.

Bethel, J.E. en Liebeskind, J. (1993). The effects of ownership structure on corporate restructuring. *Strategic Management Journal*, 14 (speciale editie), 15-31.

Bigley, G.A. en Wiersema, M.F. (2002). New CEOs and corporate strategic refocusing: How experience as heir apparent influences the use of power. *Administrative Science Quarterly*, 47, 707-727.

Borde, S.F., Madura, J. en Akhigbe, A. (1998). Valuation effects of foreign divestitures. *Managerial and Decision Economics*, 19, 71-79.

Bowman, E.H. en Singh, H. (1993). Corporate Restructuring: reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*, 14 (speciale zomereditie), 5-14.

Bowman, E.H., Singh, H., Useem, M. en Badhury, R. (1999). When does restructuring improve economic performance? *California Management Review*, 41 (2), 33-54.

Brockner, J., Grover, S., O'Malley, M.N., Reed, T.F. en Glynn, M.A. (1993). Threat of future layoffs, self-esteem, and survivors' reactions: Evidence from the laboratory and the field. *Strategic Management Journal*, 14 (speciale zomereditie), 153-166.

Burgelman, R.A. (1994). Fading memories: A process theory of strategic business exit in dynamic environments. *Administrative Science Quarterly*, 39, 24-56.

Burgelman, R.A. (1996). A process model of strategic business exit: Implications for an evolutionary perspective on strategy. *Strategic Management Journal*, 17, 193-214.

Byerly, R.T., Lamont, B.T. en Keasler, T. (2003). Business portfolio restructuring, prior diversification posture and investor reactions. *Managerial and Decision Economics*, 24, 535-548.

Capron, L., Mitchell, W. en Swaminathan, A. (2001). Asset divestiture following horizontal acquisitions: A dynamic view. *Strategic Management Journal*, 22, 817-844.

Carroll, G. en Swaminathan, A. (1992). The organizational ecology of strategic groups in the American brewing industries from 1975 to 1990. *Industrial Corporate Change*, 1, 65-99.

Caves, R.E. (1964). *American industry: Structure, conduct, performance*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Chang, S.J. (1996). An evolutionary perspective on diversification and corporate restructuring: Entry, exit, and economic performance during 1981-89. *Strategic Management Journal*, 17, 587-611.

7. In het Engelse origineel: 'Breaking up is good to do', een kennelijk woordspeling op het liedje 'Breaking up is hard to do' van (o.a.) Neil Sedaka uit de jaren zeventig; noot van vert.

- Chang, S.J. en Singh, H. (1999). The impact of modes of entry and resource fit on modes of exit by multibusiness firms. *Strategic Management Journal*, 20, 1019-1035.
- Cho, M.H. en Cohen, M.A. (1997). The economic causes and consequences of corporate divestiture. *Managerial and Decision Economics*, 18, 367-374.
- Clineball, S.K. en Clineball, J.M. (1994). The effect of advance notice of plant closings on firm value. *Journal of Management*, 20, 553-564.
- Dranikoff, L., Koller, T. en Schneider, A. (2002). Divestiture: Strategy's missing link. *Harvard Business Review*, 80 (5), 74-83.
- Duhaime, I.M. en Baird, I.S. (1987). Divestment decision-making: The role of business unit size. *Journal of Management*, 13, 483-498.
- Duhaime, I.M. en Grant, J.H. (1984). Factors influencing divestment decision-making: Evidence from a field study. *Strategic Management Journal*, 5, 301-318.
- Dunne, T., Roberts, M.J. en Samuelson, L. (1988). Patterns of firm entry and exit in the U.S. manufacturing industries. *RAND Journal of Economics*, 19 (4), 495-515.
- Foster, L., Haltiwanger, J. en Krizan, C.J. (2005). *Market selection, reallocation and restructuring in the U.S. retail trade sector in the 1990s*. 'Working paper' van het Amerikaanse Bureau of the Census, December 2005.
- Freeman, J., Carroll, G. en Hannan, M. (1983). The liability of newness: Age dependence in organizational death rates. *American Sociological Review*, 48, 692-710.
- Geroski, P.A. (1995). What do we know about entry? *International Journal of Industrial Organization*, 13, 421-440.
- Gibbs, P.A. (1993). Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow. *Strategic Management Journal*, 14, 51-68.
- Gilson, S.C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25, 241-262.
- Gilson, S.C. (1990). Bankruptcy, boards, banks and blockholders. *Journal of Financial Economics*, 27, 355-387.
- Gilson, S.C., John, K. en Lang, L.H.P. (1990). Troubled debt restructurings. *Journal of Financial Economics*, 27, 315-353.
- Gilson, S.C. en Vetsuypens, M.R. (1993). CEO compensation in financially distressed firms. *Journal of Finance*, 48, 425-458.
- Hamilton, R.T. en Chow, Y.K. (1993). Why managers divest – evidence from New Zealand's largest companies. *Strategic Management Journal*, 14 (speciale zomereditie), 479-484.
- Harrigan, K.R. (1980). The effect of exit barriers upon strategic flexibility. *Strategic Management Journal*, 1, 165-176.
- Harrigan, K.R. (1982). Exit decisions in mature industries. *Academy of Management Journal*, 25, 707-732.
- Harrigan, K.R. en Porter, M.E. (1983). End-game strategies for declining industries. *Harvard Business Review*, 61 (4), 111-120.
- Hayward, M.L.A. en Shimizu, K. (2006). De-commitment to losing strategic action: Evidence from the divestiture of poorly performing acquisitions. *Strategic Management Journal*, 27, 541-557.
- Horn, J., Lovallo, D. en Viguerie, S. (2006). Learning to let go: Making better exit decisions. *McKinsey Quarterly*, vrijdag 9 maart 2007 ontleend aan de Business Source Premier Database.
- Hoskisson, R.E. en Turk, T.A. (1990). Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market. *Academy of Management Review*, 15, 459-477.
- Hoskisson, R.E., Johnson, R.A. en Moesel, D.D. (1994). Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal*, 37, 1207-1251.
- ohn, K. en Ofek, E. (1995). Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics*, 37, 105-126.
- Johnson, R.A. (1996). Antecedents and outcomes of corporate refocusing. *Journal of Management*, 22, 439-483.
- Kaiser, M.J. en Stouraitis, A. (2001). Reversing corporate diversification and the use of proceeds from asset sales: The case of Thorn EMI. *Financial Management*, 30 (4), 63-102.
- Karakaya, F. (2000). Market exit and barriers to exit: Theory and practice. *Psychology and Marketing*, 17, 651-668.
- Karim, S. (2006). Modularity in organizational structure: the reconfiguration of internally developed and acquired business units. *Strategic Management Journal*, 27, 799-823.
- Klein, A. (1986). The timing and substance of divestiture announcements: Individual, simultaneous and cumulative effects. *Journal of Finance*, 41, 685-697.
- Krishnaswami, S. en Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 53, 73-112.
- Lang, L., Poulsen, A. en Stulz, R. (1995). Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics*, 37, 3-37.
- Makhija, M.V. (2004). The value of restructuring in emerging economies: The case of the Czech republic. *Strategic Management Journal*, 25, 243-267.
- Markides, C.C. (1992). Consequences of corporate refocusing: Ex ante evidence. *Academy of Management Journal*, 35, 398-412.
- Markides, C.C. (1995). Diversification, restructuring and economic performance. *Strategic Management Journal*, 16, 101-118.

- Mata, J. en Portugal, P. (2000). Closure and divestiture by foreign entrants: The impact of entry and post-entry strategies. *Strategic Management Journal*, 21, 549-562.
- Matthyssens, P. en Pauwels, P. (2000). Uncovering international market-exit processes: A comparative case study. *Psychology and Marketing*, 17, 679-719.
- Meck, G. (2007). Die Kosten einer Scheidung. *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 7, 18 februari 2007, 33.
- Mergers and Acquisitions: The Dealmaker's Journal*. M&A Almanac 1989-2004.
- Miles, J.A. en Rosenfeld, J.D. (1983). The effect of voluntary spin-off announcements on shareholder wealth. *Journal of finance*, 38, 1597-1606.
- Mitchell, W. (1994). The dynamics of evolving markets: The effects of business sales and age on dissolutions and divestitures. *Administrative Science Quarterly*, 39, 575-602.
- Montgomery, C.A. en Thomas, A.R. (1988). Divestment: Motives and gains. *Strategic Management Journal*, 9, 93-97.
- Montgomery, C.A., Thomas, A.R. en Kamath, R. (1984). Divestiture, market valuation, and strategy. *Academy of Management Journal*, 27, 830-840.
- Mulherin, J.H. en Boone, A.L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6, 117-139.
- Nargundkar, S.V., Karakaya, F. en Stahl, M.J. (1996). Barriers to market exit. *Journal of Managerial Issues*, 8, 239-256.
- Nees, D. (1981). Increase your divestment effectiveness. *Strategic Management Journal*, 2, 119-130.
- Nixon, T.D., Roenfeldt, R.L. en Sicherman, N.W. (2000). The choice between spin-offs and sell-offs. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 14, 277-288.
- Porter, M.E. (1976). Please note location of nearest exit: Exit barriers and planning. *California Management Review*, 19, winter 1976, 21-33.
- Ravenscraft, D.J. en Scherer, F.M. (1991). Divisional sell-off: A hazard function analysis. *Managerial and Decision Economics*, 12, 429-438.
- Reilly, A.H., Brett, J.M. en Stroh, L.K. (1993). The impact of corporate turbulence on managers' attitudes. *Strategic Management Journal*, 14 (speciale zomer-editie), 167-179.
- Robins, J.A. (1993). Organization as strategy: Restructuring production in the film industry. *Strategic Management Journal*, 1 (speciale zomer-editie), 103-118.
- Rosenbloom, T.A. (2005). Buying and selling in today's market. *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 16 (2), 27-30.
- Ross, J. en Staw, B. (1993). Organizational escalation and exit: Lessons from the Shoreham Nuclear Power Plant. *Academy of Management Journal*, 36, 701-732.
- Schendel, D. (1993). Inleiding tot de speciale zomer-editie 1993 over 'Corporate Restructuring'. *Strategic Management Journal*, 14 (speciale zomer-editie), 1-3.
- Seward, J.K. en Walsh, J.P. (1996). The governance and control of voluntary corporate spin-offs. *Strategic Management Journal*, 17, 25-39.
- Shimizu, K. en Hitt, M.A. (2005). What constrains or facilitates divestitures of formerly acquired firms? The effects of organizational inertia. *Journal of Management*, 31, 50-72.
- Singh, H. (1993). Challenges in researching corporate restructuring. *Journal of Management Studies*, 30, 147-172.
- Steiner, T.L. (1997). The corporate sell-off decision of diversified firms. *Journal of Financial Research*, 20, 231-241.
- Vijh, A.M. (2002). The positive announcement-period returns of equity carve-outs: Asymmetric information or divestiture gains? *Journal of Business*, 75 (1), 153-190.
- Villalonga, B. en McGahan, A.M. (2005). The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. *Strategic Management Journal*, 26, 1183-1208.
- Wiersema, M.F. (1995). Executive succession as an antecedent to corporate restructuring. *Human Resource Management*, 34, 185-202.
- Woo, C.Y., Willard, G.E. en Daellenbach, U.S. (1992). Spin-off performance: A case of overstated expectations? *Strategic Management Journal*, 13, 433-447.
- Zajac, E.J. en Kraatz, M.S. (1993). A diametric forces model of strategic change: Assessing the antecedents and consequences of restructuring in the higher education industry. *Strategic Management Journal*, 14 (speciale zomer-editie), 83-102.
- Zuckerman, E.W. (2000). Focusing the corporate product: Securities analysts and de-diversification. *Administrative Science Quarterly*, 45, 591-619.

Reprinted from Carolin Decker and Thomas Mellewigt, 'Thirty Years After Michael E. Porter: What Do We Know About Business Exit?', *Academy of Management Perspectives*, Volume 21, Number 2, May 2007, pp. 41-55, with permission from the publisher. Copyright © 2007 by the Academy of Management. All rights reserved. Vertaling: Raymond Gijsen.

