

Siren's call

Article written by Freek Vermeulen, associate professor of strategic and international management at London Business School. Vermeulen writes about the treacherous attraction of large takeovers and possible pitfalls. Studies show that about 70 per cent of all takeover transactions destroy value in the long-term.

Gesang der Sirenen

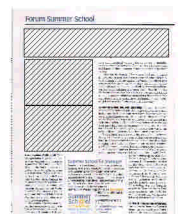
Unternehmen+Märkte Serie Summer School Teil 2: Freek Vermeulen über die Verführungskraft großer Übernahmen – und die Warnsignale während und vor einem Deal.

Studien aus aller Welt zeigen klar: Rund 70 Prozent aller Übernahmen vernichten Wert – zumindest langfristig. Das ist auch den meisten Vorständen bekannt. Oft aber haben sie das Gefühl, dass ihre persönliche Erfolgsquote weit höher ist. Diese Fehleinschätzung lässt sich zum Teil dadurch erklären, dass gescheiterte Übernahmen in aller Regel ein Unternehmen nicht an den Rand des Abgrunds führen. Das Problem ist weniger spektakulär: Der Zusammenschluss erweist sich hinterher einfach als zu teuer.

Rein logisch hat eine solche Wertvernichtung zwei Gründe: Entweder ist der vereinbarte Aufschlag bei Weitem zu hoch – oder der Wert, den die Übernahme zusätzlich schaffen soll, ist geringer als angenommen. Die Komplexität und die strategischen Unwägbarkeiten einer Übernahme sind so vielfältig, dass es oft sogar für

Insider schwer ist, alle Aspekte im Blick zu haben – insbesondere, ob der Deal wirklich zusätzliche Werte schafft. Aufsichtsräte, Investoren und Analysten tun sich noch schwerer.

Das Ziel meiner Untersuchungen amerikanischer und britischer Unternehmen in einer Vielzahl von Branchen ist es, die ursprünglichen Motive für eine bestimmte Übernahmeentscheidung aufzudecken; es geht mir beispielsweise um die Entscheidungsprozesse, die zu einer Übernahme führen. Zudem habe ich mich in einer tiefgehenden Analyse mit den Übernahmestrategien von zwei internationalen Unternehmen beschäftigt: Wie haben sich ihre Akquisitionen entwickelt, wie wurden die Spitzenmanager entlohnt, wie hat die Öffentlichkeit reagiert, wie haben sich die Deals am Ende finanziell für die Unternehmen ausgewirkt? Diese Forschung hat eine Reihe von Warnsignalen entschlüsselt, die darauf hindeuten, dass ein Deal potenziell Wert vernichtet.



Nur die schiere Größe zählt. Viele Manager halten Akquisitionen für eine – im Vergleich zum mühsamen organischen Wachstum – einfache Methode, ihr Unternehmen zu vergrößern. In der Tat ist Größe oft mit wirtschaftlichem Erfolg verbunden, es sind meist Giganten wie Toyota oder Wal-Mart, die in Rankings der am meisten bewunderten Unternehmen oben stehen. Allerdings wechseln Manager, die auf Wachstum durch Akquisitionen setzen, Ursache und Wirkung: Erfolg führt zu Wachstum, der Umkehrschluss muss nicht unbedingt gelten.

Erfolgreiche Unternehmen haben ihre einzelnen Aktivitäten oft in hohem Maß koordiniert – nicht nur technisch und organisatorisch, son-

dern auch hinsichtlich weicher Faktoren wie der Firmenkultur oder der informellen Netzwerke. Diese zu entwickeln dauert lange, sie können der übernommenen Firma nicht einfach aufgepfropft werden.

Daher hat die Strategie, Übernahmen als Ersatz für organisches Wachstum anzusehen, historisch eine schlechte Erfolgsquote. Zusammenschlüsse, die organisches Wachstum verstärken oder erst ermöglichen, anstatt nur schiere Masse hinzuzufügen, funktionieren weit besser. So hat der niederländische Braukonzern Heineken bei seinen Zukäufen stets einen klaren Plan für künftige Wachstumschancen. Sein Fokus bei M&A – Mergers and Acquisitions – liegt auf der Profitabilität, nicht auf den Skaleneffekten. Wie der frühere Vorstandsvorsitzende Alfred Heineken zu sagen pflegte: „Ich will nicht der Größte, ich will der Beste sein.“

Vorstände wollen den Deal unbedingt. Vorstände laufen während einer Übernahme Gefahr, ihre übrigen Aufgaben zu vernachlässigen und die Bodenhaftung zu verlieren. So starteten der niederländische Handelskonzern Ahold und sein früherer Chef Cees van der Hoeven als erfolgreiche Akquisiteure; sie suchten sich ihre Ziele sehr sorgfältig aus. Mit der Zeit entwickelten sich die Deals jedoch zum Selbstzweck, die Spannung bei der Jagd nach Kandidaten nahm das Management gefangen, manche Ziele wurden nur mehr hastig montags beim „Akquisition Lunch“ ausgemacht.

Wie bei Ahold eskalieren Akquisitionsstrategien oft in Firmen, die eigentlich nur aus einem losen Portfolio von Geschäften bestehen. Das muss wirtschaftlich nicht übel enden – obwohl es Ahold so erging –, aber zusätzliche Werte über das bei der Übernahme gezahlte Premium hinaus werden sich so selten realisieren lassen.

Anfangs jubeln Analysten, Investoren und die Wirtschaftspresse; wer am meisten bietet, wird als Gewinner gefeiert, obwohl derjeni-

ge, der wohlüberlegt aus dem Bieterrennen aussteigt, vielleicht der wahre Gewinner ist. Firmenchefs erhalten für ihre Deals einen CEO-Award nach dem anderen – Aholds van der Hoeven noch Wochen vor dem Zusammenbruch des Konzerns. Untersuchungen haben gezeigt, dass mit jedem wohlwollenden Artikel über einen CEO in der Wirtschaftspresse der Preisaufschlag, den sein Unternehmen für ein Übernahmziel am Ende zahlen musste, um satte 4,8 Prozent im Durchschnitt stieg. Wer hochgejubelt wird, gibt nicht so schnell auf.

Fehlende Übernahmeerfahrung. Paradoxiereise kann das Gegenteil ebenso problematisch sein. Unternehmen, die stets vor Übernahmen

zurückschrecken, tun sich schwer, aus einem Zusammenschluss Wert zu schöpfen, wenn sie sich doch einmal dazu durchgerungen haben. Ihnen fehlt nicht nur die Erfahrung. Der Fokus auf die interne Entwicklung kann Unternehmen auch engstirnig machen und ihr Portfolio, ihre Prozesse und ihre Kultur erstarren lassen. Mitarbeiter der übernommenen Firma empfinden den Käufer oft als intolerant, was zu ernsthaften Problemen führen kann. Die besten Chancen haben daher die widerstrebenden Akquisiteure wie Heineken: Sie lehnen Übernahmen nicht rundweg ab, aber sie lassen sich auch nicht zu sehr verführen.

Der Alles-oder-nichts-Plan. Viele Unternehmen entscheiden sich bei der Integration einer Firma für eines von zwei Extremen: Entweder sie assimilieren die neue Einheit schnell und komplett, um die Sache hinter sich zu bringen; oder sie lassen sie völlig autonom, um ihr Geschäft nicht zu stören. Beide Strategien vermeiden Spannungen bei der Integration. Um jedoch zusätzliche Werte zu schaffen, müssen die Einheiten irgendwie miteinander vermischt werden; wie beim Blending eines guten Bourbon. Als die Pharmakonzerne Hoechst und Rhône Poulenc 1999 zu Aventis fusionierten, sagte der frühere Aventis-Chef Igor Landau: „Die Strategie war, ein neues Unternehmen zu schaffen und nicht die Summe der beiden früheren Unternehmen. Wir wussten, dass wir entweder etwas Neues schaffen müssen – oder wir würden den Preis dafür zahlen.“

Ad-hoc-Begründungen. Vorstände müssen ihren Aufsichtsräten, Investoren und Analysten eine Übernahme begründen. Sehr häufig jedoch wird die strategische Logik erst dann entwickelt, wenn das Übernahmeziel schon ausgemacht ist. Das führt zu äußerst gewundenen Erklärungen oder einfach zu solchen, die genau auf die beabsichtigte Übernahme passen. So habe ich in meinen qualitativen Untersuchungen die Erfahrung gemacht, dass der Sinn einer Übernahme oft so erklärt wurde: „Ihr Produktportfolio ergänzt unseres komplementär.“ Aber genauso oft habe ich die gegenteilige Begründung gehört: „Es passt perfekt, weil sie genau in den gleichen Märkten sind wie wir.“ Wer aber neue Werte schöpfen will, muss vorher erklären, wie er auf seinen Märkten etwas erreicht, was jeder allein nicht schaffen würde.

Personalfragen stehen im Zentrum. Ein anderes Warnsignal ist, wenn sich die Frage, wer das fusionier-

te Unternehmen führen wird, zur größten Hürde entwickelt. Regelmäßig hören wir gerüchteweise, dass ein Deal geplatzt ist, weil sich die Vorstände nicht darauf einigen konnten, wer der neue Chef wird. Diese Art von Verhandlungen deuten darauf hin, dass es mehr um die Karrieren der Beteiligten geht, als um die Wertschöpfung der Unternehmen.

wiwode
Hören Sie die zweite Folge der Summer School als Podcast unter www.wiwo.de/summerschool

Überraschende Synergien. Ein Vorstandschef, der im Bieterkampf hinten liegt, schluckt daran möglicherweise schwer. Er ist versucht, seine Leute anzuweisen „noch mal 100 Millionen Euro“ in den Büchern des Übernahmeziels zu finden, um ein höheres Gebot zu rechtfertigen. Hinweise darauf fanden sich kürzlich bei der Übernahme von Arcelor durch Mittal. Das ist natürlich gefährlich. Viele Untersuchungen deuten darauf hin, dass übermotivierte Vorstände dazu tendieren, nicht rechtzeitig aus einem Bietergefecht auszusteigen. Aufsichtsräte und Investoren sollten daher hellhörig werden, wenn mit einem Mal mysteriöse Synergieeffekte auftauchen, während Rivalen vorlegen.

Initialzündung durch Investmentbanken. Es gibt eine ganze Industrie, die gut daran verdient, Deals einzufädeln, zu bewerten, zu verhandeln und abzuschließen. Die Interessen dieser Anbieter, etwa der Investmentbanken, müssen aber nicht immer mit denen des Unternehmens übereinstimmen – vor allem wenn im Übernahmehandel Flaute herrscht. Natürlich verfolgen die Banken nur ihr berechtigtes Interesse, und es ist Sache der Unternehmen die Vorschläge im Zweifel abzulehnen. Aber Deals können verführerisch sein. Als ich mich mit dem CEO eines großen britischen Unternehmens unterhielt, verglich er seine Erfahrungen mit Investmentbanken mit den Sirenen in Homers Odyssee, die Seeleute in den Tod locken. Aufgrund der hohen Komplexität vieler Deals sollte man vorsichtig sein, wenn der Anstoß von außen kommt.



Freek Vermeulen, ist Associate Professor of Strategic and International Management an der London Business School

Diese Warnzeichen weisen auf Symptome für tief liegende Probleme, die einen Deal unattraktiv machen können. Sie geben Aufsichtsräten und Investoren die Chance, ihre Unterstützung für eine Übernahme neu zu überdenken. ■



Summer School für Manager

Gemeinsam mit der Managementberatung McKinsey & Company stellt die WirtschaftsWoche in der sechsteiligen Serie „Summer School für Manager“ jeweils einen wichtigen Managementtrend in einem Gastbeitrag eines renommierten Experten vor – ergänzt durch den Ausblick auf eine Branche, in der dieser Trend besonders wichtig wird. Die erste Folge beschäftigte sich mit *Global Sourcing* vor allem in der Autoindustrie.

Diesmal, in der zweiten Folge, geht es um Übernahmen – mit einem Ausblick auf die Bankenbranche.

**Summer
Sch-ö-ol**
für Manager von

Die weiteren Themen sind:
Pricing,
Innovationsmanagement,
Service Design
und Recruiting.