

Konzerne suchen ihr (M&A-)Glück auch wieder in der Ferne

Dr. Sieghart Scheiter & Mirja Wehmeyer*, A.T. Kearney

► Industrien konsolidieren in Wellen: Es gibt Jahre, in denen die M&A-Tätigkeit kaum Aufmerksamkeit auf sich zieht, in anderen Jahren wiederum überschlagen sich die Nachrichten über Großfusionen oder spektakuläre Übernahmen. Seit Mitte 2004 befindet sich der internationale M&A-Markt nach einer längeren „Durststrecke“ im Aufwind, und es sind wieder zahlreiche große Transaktionen zu verzeichnen, die Baisse scheint überwunden. Dabei liegen auch Cross-Border-Übernahmen durch strategische Investoren seit 2005 wieder im Trend. Die Beispiele sind zahlreich und prominent: Lucent und Alcatel gehen zusammen und bilden einen Telekommunikationsgiganten auf internationaler Ebene, die britische O2 stärkt die spanische Telefonica auf dem internationalen Markt. Die Telekommunikationsindustrie internationalisiert sich. Aber auch in anderen Industrien findet Konsolidierung statt: Nippon Sheet Glass Co. kauft die britische Pilkington Plc und katapultiert sich damit zum härtesten Konkurrenten des Marktführers Asahi. Mit der Übernahme des britischen Logistikriesen Exel hat die Deutsche Post ihre Marktexpansion weiter vorangetrieben. In Deutschland machte die Übernahme von Schering durch Bayer Schlagzeilen, weil Bayer als „weisser Ritter“ Schering vor dem von Belegschaft und Management abgelehnten Take-Over durch Merck Pharma bewahrt hat. Auch oder gerade weil diese Übernahme jedoch nicht grenzüberschreitend war, ist davon auszugehen, dass beide Unternehmen zusammen immer noch nicht die kritische Größe haben, um an der internationalen Spitze mitzuspielen. Über kurz oder lang wird es sicher eine weitere Übernahme in der deutschen Pharmabranche geben und die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass diese dann grenzüberschreitend sein wird.

Strategische Transaktionen sind in der Regel nur so gut wie ihre operative Umsetzung; deshalb kommt der Integrationsthematik ein besonderer Stellenwert auf der CEO-Agenda zu. Grenzüberschreitende Transaktionen machen die Integration gleich doppelt schwierig. Nicht nur verschiedene Unternehmenskulturen müssen beachtet werden, sondern auch die kulturellen Länderunterschiede bedürfen besonderer Aufmerksamkeit. Beim derzeitigen Trend zu internationalen bzw. grenzüberschreitenden M&As nimmt die Integration unterschiedlicher Unternehmenskulturen einen ganz besonderen Stellenwert ein.

1. Motive für Cross-Border-M&A

Gemeinsam ist den Zusammenschlüssen aus jüngster Zeit, dass es sich meist um horizontale Fusionen handelt. Dies steht im Gegensatz zu früheren M&A-Wellen, in denen man häufig große vertikale Integrationen beobachten konnte, die den Unternehmen mehr Einfluss auf die Supply Chain bis hin zur Kontrolle der gesamten Lieferkette ermöglichten. Andere Übernahmen zielten auf branchenfremde Unternehmen, da Konzerne versuchten, ihr Geschäftsrisiko zu diversifizieren. Diese Strategie erwies sich häufig als wenig erfolgreich und führte in den Unternehmen zu hoher Komplexität und enormen Reibungsverlusten. Immer mehr Unternehmen kehrten und kehren dieser Diversifizierung den Rücken und übernehmen nur noch Unternehmen im selben Markt oder veräußern Unternehmensteile, die nicht ins Kerngeschäftsportfolio passen.

Die derzeitigen Fusionen und Übernahmen internationaler Großkonzerne sind also in erster Linie horizontale bzw. laterale Zusammenschlüsse, deren Motivation primär eine Vergrößerung des Marktanteils im Kerngeschäft ist. Hierbei handelt es sich sowohl um Marktneuerschließungen als auch um die Sicherung und Steigerung von Marktanteilen in bestehenden Märkten. Viele Konzerne wollen daher lieber heute als morgen kaufen. Zum einen aus Sorge, dass das attraktive Zielobjekt noch andere Interessenten finden könnte, zum anderen weil in den meisten Industrien die Preise, die derzeit gezahlt werden, noch als angemessen angesehen werden. Das kann sich schnell ändern, wenn der Kapitalmarkt weiter konstant wächst.

Doch der Markt ist nicht nur durch eine hohe Nachfrage gekennzeichnet, auch das Angebot an attraktiven Akquisitionsziele ist durch die globale Restrukturierung in Konzernen und die damit verbundene Bereinigung der Portfolios vorhanden. Dies ermöglicht es vielen Konzernen erst, auf internationale Einkaufstour zu gehen. Die Veräußerungsgewinne sowie steigende operative Ergebnisse führen zu hoher Liquidität, was die Aktionäre der Kapi-

* Autorenkontakt: Mirja.Wehmeyer@ATKEARNEY.com
Dr. Sieghart Scheiter ist Vice President und Partner, Mirja Wehmeyer Associate bei A.T. Kearney.

talgesellschaften nicht immer gerne sehen. Ausschütten oder Investieren lautet daher die Devise.

Auch das derzeitige Fremdkapitalmarktumfeld erleichtert Akquisitionen. Es macht sie finanzierbar und motiviert damit auch Corporate Buyers, deren Kriegskasse nicht bis an den Rand gefüllt ist. Neben der Markterschließung ist ein weiteres Motiv die erwartete Realisierung von Synergieeffekten, sei es durch „economies of scale“ oder „economies of scope“.

2. Aktuelle Internationalisierung der Finanzdienstleistungsbranche

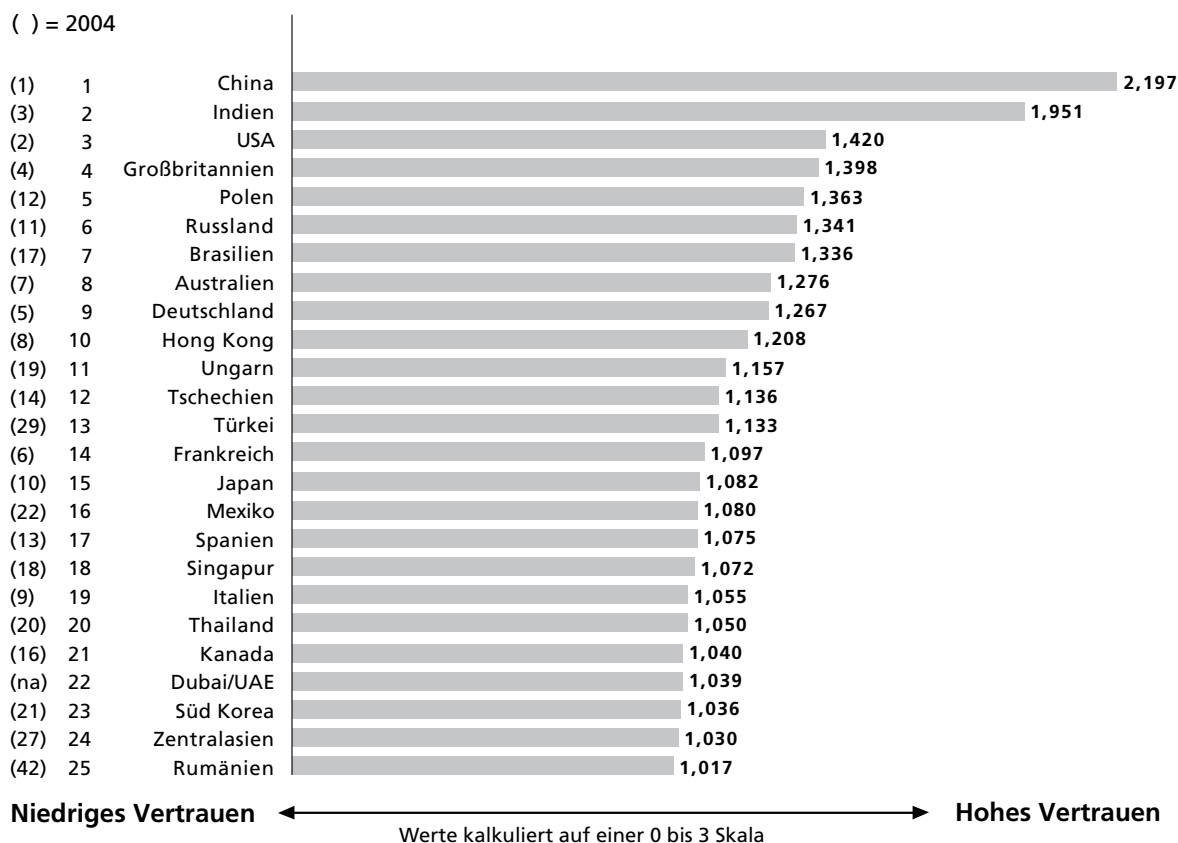
Aus industrieökonomischer Sicht lässt sich noch ein weiterer Aspekt anführen, der grenzüberschreitende Großfusionen fördert. Einige Industrien sind noch durch einen niedrigen internationalen Konsolidierungsgrad gekennzeichnet. Jahrzehntlang durch staatliche Regulierung geschützt, stehen z.B. die Telekommunikations- oder auch die Finanzdienstleistungsbranche vor großen internationalen Fusionen. Besonders die Banken taten sich mit wenigen Ausnahmen bisher schwer, sich im Ausland stark zu engagieren. Nachdem Santander 2005 die britische Abbey Bank übernommen hatte und dafür am Aktienmarkt mit zweistelligem Wertwachstum belohnt wurde, kam die Fusions- und Übernahmewelle ins Rollen: UniCredit hat 18 Mrd. US-\$

für die HypoVereinsbank geboten, ABN Amro wird die italienische Banca Antonveneta übernehmen und die Banca Nazionale del Lavoro möchten gleich mehrere ausländische Banken an sich binden. Damit ist die Bankenwelt genau an dem Punkt angekommen, an dem sich viele ihrer Kundenindustrien – nicht zuletzt zum Wohl der Banken – bereits seit längerem befinden: Sie internationalisieren nicht durch Expansion aus eigener Kraft, sondern sie internationalisieren über den Aktienmarkt, d.h. mit Hilfe der Anteilseigner, die bereit sind, ihre Aktien zu tauschen.

Im Fall des bisher größten europäischen Banken-Deals und des größten europäischen Deals seit 2001 UniCredit/HypoVereinsbank beabsichtigt UniCredit, fünf eigene Aktien gegen eine HVB-Aktie zu tauschen. Das Vorgehen als solches wäre nicht neu, wenn nicht in diesem Fall deutsche Aktionäre dadurch in den Besitz italienischer Aktien kämen. Es zeigt sich nicht nur in diesem Fall, dass Aktionäre diese Art der Internationalisierung nicht (mehr) oder zumindest zunehmend weniger als Problem sehen. Andererseits nehmen auch die Cash-Deals zu, was Banken für einen Indikator der zunehmenden Solidität der Übernahmen halten. Wenn der UniCredit/HVB-Deal gelingt, werden vermutlich noch mehr Banken folgen und sich aufgrund des Konsolidierungsdruckes ebenfalls stärker über die eigenen Landesgrenzen hinaus engagieren, als dies bisher der Fall war.

Abb. 1 | Die attraktivsten FDI Zielländer 2005

Quelle: A.T. Kearney, FDI Confidence Index 2005, Top 25



3. Cross-Border-Transaktionen internationaler Großkonzerne

A.T. Kearney hat die Trends der derzeitigen internationalen Fusionen und Übernahmen im Kontext der Foreign Direct Investments (FDI) untersucht. Im Rahmen des Foreign Direct Investment Confidence Index® werden jährlich 1.000 Vorstände und Top-Manager der weltweit größten Unternehmen hinsichtlich ihrer geplanten Auslandsinvestitionen sowie deren Motivation befragt. Im Rahmen einer ergänzenden Studie wurden die Fusions- und Akquisitionsaktivitäten der jeweils zehn weltweit umsatzstärksten Unternehmen in den Branchen Dienstleistungen, Finanzinstitute, Telekommunikation und Strom, Produktion sowie Handel der vergangenen fünf Jahre ausgewertet.

Nach dem Foreign Direct Investment (FDI) Confidence Index® 2005 gaben branchenübergreifend 54% der Top-Manager an, ihre ausländischen Investitionen für 2006 und die folgenden Jahre weiter erhöhen zu wollen. Dies ist der höchste Index-Wert seit 2000, der sich in allen Industrien wider spiegelt. Während nach Daten der UNCTAD die globalen FDI Ströme in 2004 um 2% auf 648 Mrd. US-\$ stiegen, sind die M&A-Aktivitäten um mehr als 28% gestiegen¹. Die ohnehin große Bedeutung von M&A für die internationalen Direktinvestitionen hat also weiter zugenommen.

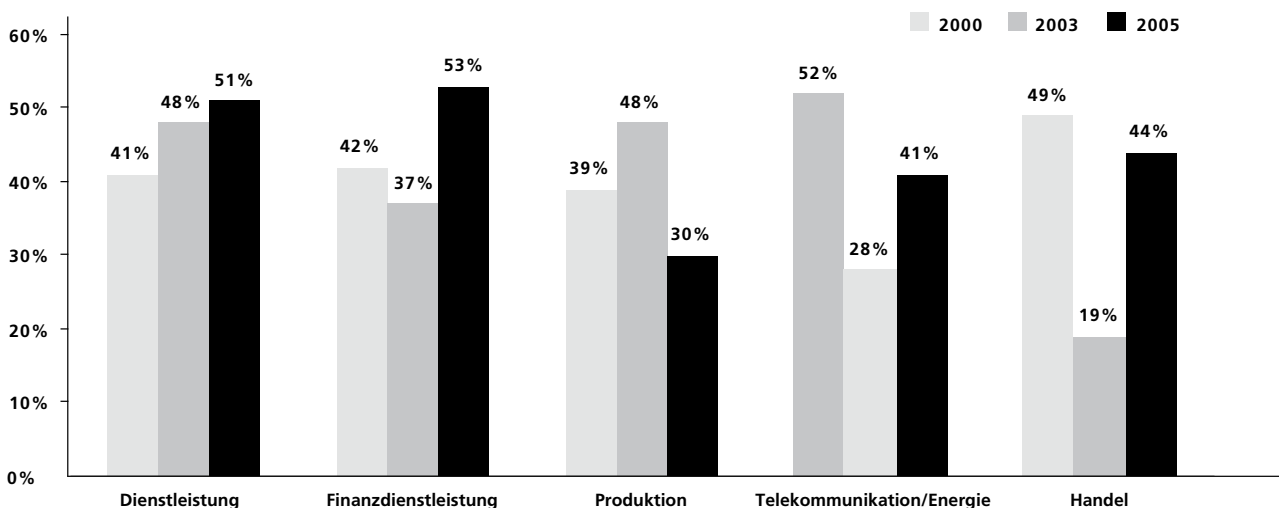
Der Vergleich der M&A-Aktivitäten der jeweils zehn umsatzstärksten weltweiten Konzerne je Branche aus den Jahren 2000, 2003 und 2005 deutet auf wichtige Trends. Bei den Finanzdienstleistern und anderen Dienstleistungsunternehmen sind die grenzüberschreitenden M&A-Aktivitäten um 25% zwischen 2000 und 2005 gestiegen. Damit beträgt hier der Anteil der Cross-Border-Merger an den gesamten Fusions- und Übernahmeaktivitäten mittlerweile über

50%. Dabei wurden Akquisitionen durch Auslandstochtergesellschaften nicht berücksichtigt, sondern es wurden lediglich die Transaktionen analysiert, die durch das Headquarter durchgeführt wurden. Im gleichen Zeitraum ist in den netzgebundenen Industrien, wie Telekommunikation und Energieversorgung, der Grad der Internationalisierung gesunken. 2000, das Jahr der bisher spektakulärsten Telekommunikations-Übernahme von Mannesmann durch Vodafone, weist einen grenzüberschreitenden Anteil von 52% auf. 2003 ist der Wert auf 28% gesunken und nähert sich 2005 mit einem Anteil von 40% wieder dem Trend an. Vom Konzernsitz aus sind die grenzüberschreitenden Akquisitionen sogar um weitere 10% gestiegen. Letzterer Wert deutet auf eine ähnliche Strategie hin, wie sie auch die Finanzdienstleister verfolgen, die ebenfalls stark über Auslandsgesellschaften akquirieren. Hingegen sind im Groß- und Einzelhandel zwischen 2000 und 2005 die Auslandsengagements um 11%, sowie im produzierenden Gewerbe um 20% gesunken. Im Handel kam es 2003 zu einem starken Absinken der Cross-Border-Merger, was aber u.a. auch auf die geringere Transaktionsbasis zurückzuführen ist. 2005 sind die internationalen Aktivitäten wieder gestiegen, konnten jedoch das Niveau von 2000 nicht ganz erreichen. Der Jahresvergleich macht deutlich, dass einige Industrien in der Internationalisierung schon sehr weit fortgeschritten sind. Der Handel hat beispielsweise schon in frühen Jahren durch große Direktinvestitionen die internationale Marktexpansion vorangetrieben. Branchen, die früh die Kooperation mit ausländischen Unternehmen gesucht bzw. Direktinvestitionen getätigt haben, zeigen daher nur einen niedrigeren Anstieg bei der Internationalisierung ihrer Engagements.

¹ World Investment Report 2005, United Nations Conference on Trade and Development.

Abb. 2 | Anteil der Cross-Border-Transaktionen an gesamten Transaktionen internationaler Großkonzerne

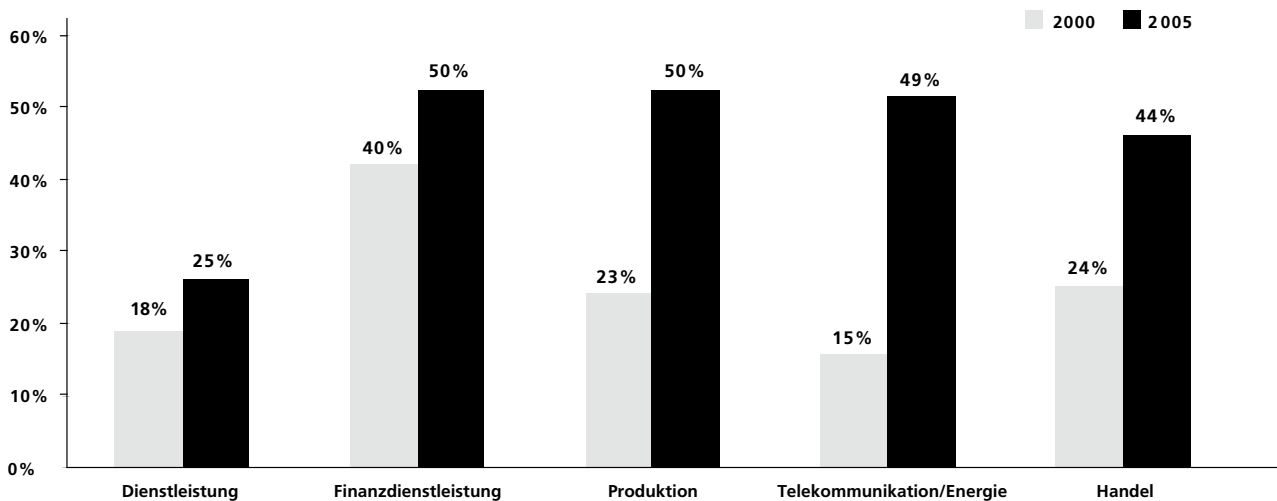
Quelle: A.T. Kearney



Basis ist die Gesamtzahl der Transaktionen der weltweit 10 umsatzstärksten Unternehmen je Branche (1100 Transaktionen)

Abb. 3 | Anteil der Cross-Border-Transaktionen in Schwellen- und Entwicklungsländern an gesamten Transaktionen internationaler Großkonzerne

Quelle: A.T. Kearney



Basis ist die Gesamtzahl der Transaktionen der weltweit 10 umsatzstärksten Unternehmen je Branche (1100 Transaktionen). Schwellen- und Entwicklungsländer in Abgrenzung zu den Industrieländern EU, Nordamerika, Japan und Australien.

4. Anteil Cross-Border-Transaktionen in Schwellen- und Entwicklungsländern an gesamten Transaktionen internationaler Großkonzerne

Ein branchenübergreifender Trend ist der Anstieg von Unternehmensakquisitionen in Ländern, die nicht zu den klassischen Industrieländern wie West- und Zentraleuropa, Nordamerika, Australien oder Japan gehören. Zwischen 2000 und 2005 haben die Akquisitionen der großen Konzerne in Schwellen- und auch Entwicklungsländern um 24%, in der Finanzdienstleistungsbranche sogar um 228% für Unternehmen der Netzindustrie, zugenommen. Dieser Trend wird auch durch den Confidence Index® 2005 bestätigt: Weltweit sind sich die Top-Manager in allen Industrien über die attraktivsten Zielländer für Direktinvestition einig. Zum vierten Mal in Folge führt China die Rangliste der weltweit begehrtesten FDI-Zielländer an, Indien schiebt sich in diesem Jahr zum ersten Mal auf den zweiten Platz vor und verdrängt die Vereinigten Staaten auf den dritten Rang. Großbritannien kann seinen bisherigen vierten Platz behaupten. Die Begeisterung der Investoren für China und Indien führt zu einem Allzeithoch. China konnte die höchste jemals erzielte Punktzahl auf dem Index erzielen, Indien erreichte eine Punktzahl, die in den letzten Jahren nur von China und den USA übertroffen wurde. Aber noch immer liegen die beiden Länder bei den M&A-Aktivitäten auf einem niedrigen Niveau. Dies liegt sowohl an der teils noch mangelnden Attraktivität der Zielunternehmen als auch an den regulatorischen Problemen, z.B. dem Zwang, Joint Ventures zum Markteintritt einzugehen. Die Tendenz ist durch das Potenzial jedoch eindeutig. Nach UNCTAD-Angaben lag der Anteil der M&A-Aktivitäten an den FDI Gesamtströmen nach China 2004 bei

11% (2001: 5%) und Indien 33% (2001: 30%). Diese Zahlen liegen zwar noch weit unter dem gesamten M&A-Anteil an den FDIs, aber sie steigen kontinuierlich. Kürzlich durchgeführte oder angekündigte Transaktionen, z.B. die Übernahme des lokalen Geschäfts durch Federal Express durch seinen chinesischen Partner Tianjin Datian W. Group, zeigen die Richtung an.

Und ein weiterer, zur Zeit noch wenig beachteter Trend zeichnet sich ab. Die Anzahl der grenzüberschreitenden Transaktionen aus China stieg im Jahr 2000 von 30 auf 68 bei einer Versechsfachung des Transaktionsvolumens. Von Indien ausgehende Transaktionen stiegen von 66 auf 98 bei einer Verdoppelung des Volumens. Akquisitionen von kapitalstarken, chinesischen und indischen Unternehmen werden in Zukunft keine Ausnahme mehr bleiben. In diesem Zusammenhang wird häufig die geplante Übernahme der luxemburgischen Arcelor durch den indisch geprägten Mittal-Konzern genannt. Ein weiteres Beispiel ist die Übernahme der deutschen Betapharm durch die indische Dr. Reddy's nach einem heißen Bieterkampf mit dem indischen Pharmaunternehmen Ranbaxy.

Neben der Markterschließung kann auch die Sicherung von natürlichen Ressourcen ein Motiv sein, wie sich beispielsweise im Gebot der China National Offshore Oil Corporation für die Unocal zeigte. Dieses Vorgehen ist kein Ausnahmefall. Die geplante Übernahme von P&O durch das staatseigene Unternehmen DP World mit Sitz in den Vereinigten Arabischen Emiraten zeigt das unterschiedliche Vorgehen der Länder. Während die Übernahme für Großbritannien kein Problem darstellte, sieht dies die USA ganz anders und erwartet für den amerikanischen Teilmarkt eine Übernahme durch ein heimisches Unternehmen.

Auch die französische Reaktion auf den Übernahmever such von Danone reiht sich in diesen Reigen ein. Noch immer versuchen manche Volkswirtschaften, sich gegen internationale Akquisitionen abzuschotten. Doch diese Strategie wird sich wahrscheinlich langfristig – vor allem unter volkswirtschaftlichen Aspekten – nicht halten können.

5. Integrationsproblematik bei Cross-Border-Fusionen

Vor der Realisierung der Marktexpansion und der Möglichkeit, Synergien zu heben, steht der lange Weg der Integration der Unternehmen. Unternehmen, die die Internationalisierung ernst genommen und mit Hilfe von Joint Ventures, Akquisitionen und Zusammenschlüssen auch konsequent verfolgt haben, mussten häufig „Lehrgeld“ bezahlen. Schon innerhalb eines Kulturkreises stellt das Zusammengehen zweier Unternehmenskulturen eine Herausforderung dar, die schwierig zu managen ist. Keine Frage, dass das Überschreiten von nationalen Grenzen zusätzliche Herausforderungen bereit hält. Dies zeigt sich beispielsweise bei der Übernahme von Messer Griesheim durch Air Liquide. Bei der Übernahme des deutschen Konkurrenten führten konträre Arbeitsweisen und viele nationale Eigenheiten zu großen Problemen. Noch gravierendere Probleme ergeben sich, wenn es sich um Transaktionen zwischen sehr unterschiedlichen Kulturkreisen, z.B. zwischen Europa und Asien, handelt.

Das genauere Verständnis des Zielmarktes ist entscheidend, um mit einer solchen Transaktion wirklich Wert zu schaffen. Schon im Vorfeld sollte diese Marktkenntnis erworben werden. Dabei spielt es grundsätzlich eine untergeordnete Rolle, ob es sich um eine vollständige Übernahme oder nur ein Joint Venture handelt, bei dem man sich allzu leicht auf die Marktkenntnis des Partners verlässt. Schon die Due Diligence wird mittlerweile von vielen Unternehmen um die kulturelle Dimension erweitert, um der Bedeutung dieses Aspektes für die spätere Wertgenerierung Rechnung zu tragen. Hierbei werden im ersten Schritt die Unterschiede und Gemeinsamkeiten analysiert und diese in Unternehmenskulturaspekte und nationale Kulturaspekte unterteilt. Praxisfälle zeigen, dass trotz ähnlicher nationaler Kulturen die Unterschiede bei den Unternehmenskulturen immer noch erheblich sein können. Einzelne Organisationseinheiten bedürfen einer Schwerpunktbetrachtung zur Risikominimierung, z.B. die Vertriebsfunktionen. Diese Bereiche sind am stärksten wettbewerbsorientiert, so dass kooperatives Verhalten unter den neuen Kollegen, die ehemalige Wettbewerber im Kampf um den Kunden waren, nicht selbstverständlich ist. In der Due Diligence kann bereits eine bewusste Entscheidung hinsichtlich der späteren Unternehmenskultur getroffen werden. Auch wenn Kultur kein eindimensionales Phänomen ist und einige Komponenten zufallsabhängig sind, ist die Formulierung einer Zielkultur für das integrierte Unternehmen sinnvoll. Bei der Integration zweier europäischer Automobilzulieferer hat man sich beispielsweise für eine bewusste Diversifizierung der

integrierten Unternehmenskultur entschieden, um die Vorteile beider Kulturen – deutsche Genauigkeit und italienische Kreativität – zu nutzen.

Nach Bewertung der Kulturen und Definition der Zielkultur ist ein adäquater Integrationsprozess mit dem entsprechenden Tempo entscheidend. Als Bestandteil der Integration sollte ein dezidiertes Kulturteam eingesetzt werden, das im Idealfall schon während der Due Diligence gebildet wird. Um ein effektives Arbeiten zu ermöglichen und Schwierigkeiten frühzeitig zu verstehen, sollte dieses Team so schnell wie möglich durch Mitarbeiter aus beiden Unternehmen besetzt werden. Erfahrungsgemäß erzeugen schon kleine, zu Beginn der Integration aufgesetzte Maßnahmen, z.B. Austauschprogramme für die Mitarbeiter, große Wirkung. Sie fördern auf allen Ebenen ein erstes Verständnis für das andere Unternehmen. Besonders bei Akquisitionen von kleineren Unternehmen durch einen großen Konzern erliegen Management und Mitarbeiter häufig dem Trugschluss „man werde sich schon durchsetzen“. Mit diesem Denken wird es jedoch sehr schwer, wirklich gemeinsame Ideen auf den Weg zu bringen und so die erwarteten Synergien zu erzielen.

6. Zusammenfassung

Große Konzerne orientieren sich nach einigen ruhigeren Jahren wieder verstärkt mit Hilfe von horizontalen Fusionen und Akquisitionen ins Ausland. Neben Synergien ist eines der Hauptmotive die Markterschließung bzw. die Erhöhung von Marktanteilen. Dabei sind Unterschiede in den Industrien deutlich erkennbar. Während die Internationalisierung von produzierenden Unternehmen oder dem Handel schon weit fortgeschritten ist, beginnt die Finanzdienstleistungsbranche erst, mit großen Cross-Border-Transaktionen zu expandieren. Die Fortführung des derzeitigen Internationalisierungstrends ist jedoch branchenübergreifend zu erwarten, so dass von weiteren großen grenzüberschreitenden M&A-Aktivitäten für 2006 und 2007 auszugehen ist. Einen zunehmenden Anteil werden daran die Bestrebungen von Großkonzernen in Nicht-Industrielländer, vor allem nach China und Indien, haben. Doch auch ein neuer Trend zeichnet sich ab: Vermehrt werden Transaktionen in die entgegen gesetzte Richtung stattfinden und Akquisitionen von europäischen und amerikanischen Firmen durch Unternehmen aus Schwellenländern zu beobachten sein.

Branchenübergreifend gilt, dass die internationale Integration von Unternehmen ein nicht unbeträchtliches Wagnis ist, da die ohnehin anspruchsvolle kulturelle Dimension um die nationale Komponente erweitert wird. Schon in der Due Diligence muss dieser Aspekt genau adressiert und als potenzielles Risiko berücksichtigt werden. In verantwortlichen Teams können Maßnahmen erarbeitet werden, mit deren Hilfe eine einvernehmliche Zielkultur entstehen kann. Bei adäquater Beachtung aller Aspekte kann dies zu einer erfolgreichen Integration und Synergierrealisierung einen großen Beitrag leisten. ■