

# Eheberatung und Übernehmens- training

## Oder: Warum der Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften 2001 zu Unrecht vergeben wurde.

Unternehmenszusammenschlüsse sind ein Dauerbrenner, obwohl längst klar ist, dass die meisten Fusionen scheitern. Dabei ließe sich das Risiko durchaus minimieren, meint Stephan Jansen, Chef des Institute for Mergers & Acquisitions an der Universität Witten/Herdecke. Etwas weniger Hybris beispielsweise könnte helfen. Mehr Lernbereitschaft. Oder eine Strategie. [Theoretische und praktische Provokationen.](#)



☒ „Neben dem Markt für Produkte und Dienstleistungen hat sich ein Weltmarkt für Unternehmen entwickelt.“ So beschreibt Rubens Ricupero, Generalsekretär der Welthandels- und Entwicklungsorganisation der Vereinten Nationen (UNCTAD) die Entwicklung der globalen Wirtschaft in den vergangenen Jahren.

In der Tat schauen wir auf eine unvergleichliche Welle von Unternehmenskonzentrationen zurück. Im Rekordjahr 2000 wechselten 37.000 Firmen mit einem Gesamtwert von 3,49 Billionen Dollar den Eigentümer. Fusionen sind kein neues Phänomen: Empirisch lassen sich seit 1895 Konjunkturwellen im Markt für Unternehmen erkennen. Die letzte, im vierten Quartal 2000 zu Ende gegangene fünfte Welle, war im Zuge der Globalisierung geprägt durch grenzüberschreitende Transaktionen, durch Transaktionen im Telekom- Medien-, Finanz- und Dienstleistungssektor sowie durch Großtransaktionen. Für die begehrten Akquisitionsziele wurden dreistellige Milliardenbeträge gezahlt.

Inzwischen sind die Branchen durchgeschüttelt. Mitarbeiter, Kunden und Zulieferer auch: 70 Prozent der Top-Manager verlassen in den ersten 5 Jahren freiwillig – fusionsbedingt – ihre Unternehmen. Die Gesamtfuktuation steigt um den Faktor 12. Die Herzinfarktquote nimmt zu. Rund fünf Prozent der Kunden wandern zum Konkurrenten. Gemessen am Branchendurchschnitt bricht bei 56 Prozent der Fusionsunternehmen der Umsatz ein. Die Zulieferer heben schon im Vorfeld des Mergers ihre Preise an. Und die Rating-Agentur Moody's hat in 60 Prozent der Fälle erst einmal die Bonität herabgestuft.

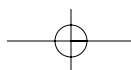
Die Welle ist verebt. Die Konsequenzen nicht. Das Warten in den Investmentbanken beginnt: Das Warten auf die sechste Welle, auf neue Risikobereitschaft. Bis dahin heißen die Aufgaben: Insolvenzverwaltung und Verkauf. Schmerzmittel heißen nicht zufällig „Spalt“.

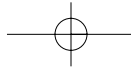
### I. Die Konfusion der Fusion: Gründe für das Stolpern nach dem Poltern

Die durchschnittliche Erfolgsquote bei Transaktionen liegt bei nur 38,36 Prozent. Das ergab eine eigene Meta-Analyse von 38 empirischen Studien zum Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen zwischen den Jahren 1950 und 2000. Und die Floprate steigt: Von 103 Großtransaktionen im Jahr 2000, das belegt eine Primärstudie der Universität Witten/Herdecke aus dem Jahr xxxx, waren gerade mal 21,5 Prozent erfolgreich. ↵

**Stephan A. Jansen, ist Gründer und General Manager des Institute for Mergers & Acquisitions (IMA) an der Universität Witten/Herdecke sowie Chefredakteur der M&A REVIEW beim Handelsblatt Verlag. 1999 forschte er an der Stanford University zu High Tech-Akquisitionen. Seit 2000 ist er Forschungsmitglied an der Harvard Business School. Rechtzeitig zur New Economy-Krise gründete er Mitte 2000 die cosinex GmbH, einen Softwareanbieter und Dienstleister für Electronic Government-Lösungen. Er erhielt 2001 die Auszeichnung „Bestes Wirtschaftsbuch des Jahres“ für das Buch „Oszillodox!“. Zahlreiche Weiterbildungs-, Beratungs- und Gutachteraktivitäten mit Schwerpunkten „Mergers & Acquisitions“, „Strategische Organisation“ und „Staatsmodernisierung“.**

# 12





Wo liegen die Gründe für das mitunter spektakuläre Scheitern? Drei Erklärungskomplexe bieten sich an:

#### Interessendivergenzen zwischen Management und Stakeholdern:

Der Bruch impliziter Verträge zerstört Intellectual und Human Capital und vor allem Sozialkapital. Der Kapitalmarkttheoretiker Michael C. Jensen erstellte dazu die Free Cash Flow-Hypothese: Danach hat das Management, insbesondere in reifen Industrien, die Neigung, die generierten Cash Flows nicht etwa an die Gesellschafter auszuschütten, sondern vielmehr auf eine Art zu investieren, die nicht immer rentabel ist. Und wo lässt sich so schnell so viel Geld ausgeben wie bei Fusionen?

#### Ineffizienz bei der M&A-Prozesskette:

Tatsächlich lassen sich bei Transaktionen zahlreiche handwerkliche Fehler beobachten und empirisch belegen. Es fehlen Strategien, und es fehlt an der Prüfung der potentiellen Partner. Patzer werden auch gerne im Zuge der Unternehmensbewertung gemacht. Das beginnt bei zu hohen Kaufpreisen und endet bei den Verträgen. Unprofessionalität, Zeitnot, Gier?

#### Mangelhaftes Post Merger Management:

Sepp Herberger hatte Recht: Nach dem Spiel ist vor dem Spiel. Und doch werden die operativen und Organisations-Fragen immer erst gestellt, wenn die Blitzlichtgewitter längst über sich umarmende Vorstände niedergelassen sind. Erst dann ist die Rede von kulturellen Schwierigkeiten. So ist das üblich, denn dann ist es keiner persönlich gewesen. Neben dieser prominenten, entpersonalisierten Entschuldigung soll eine Reihe von Mythen und Ad-hoc-Erklärungen das Scheitern einer Fusion erklären. Was wirklich passiert, ist für die Forschung nicht leicht zu recherchieren: Wer lässt sich schon gerne beim Scheitern beobachten?

Tatsächlich hat jede Fusion ihre eigene Geschichte – und unterschiedliche Gründe für ihren Misserfolg. Allen gemein ist die Unterschätzung des Risikos und die damit verbundene Informations-Asymmetrie. →

## II. Informations-Asymmetrien und Gebrauchtwagenmärkte

### „Da werden große Unternehmen im Handumdrehen gekauft und verkauft, als handele es sich um Gebrauchtwagen.“

Alt Bundeskanzler Helmut Schmidt in einem Vortrag, 1998

„Risiko ist gewissermaßen alles, was schiefgehen kann“, sagte einer, der es wissen muss: der Systemtheoretiker und Risikosoziologe Niklas Luhmann. Er verwies darauf, dass die Gesellschaftsmoden der „Risikogesellschaft“ und der „Informationsgesellschaft“ zirkulär verbunden sind. Die Informationsgesellschaft hat sich im Wesentlichen über ihre Uninformiertheit in den meisten Gebieten (etwa Medizin, Wirtschaft, Geschichte, Physik, Biologie) informiert – und damit auch über den Zwang des Entscheidens: Wer nicht weiß, der muss sich zwischen gleich gültigen, unentscheidbaren Alternativen entscheiden. Hier sind Entscheidungen weder richtig noch falsch, sie sind zunächst nur riskant. Die entscheidungsorientierte Betriebswirtschaftslehre besetzt den Manager demgemäß mit der Rolle des Spekulanten.

Die Kapitalmarkttheorie hingegen unterscheidet zwischen einem „down side risk“ und einem „up side risk“; sie unterscheidet also hinsichtlich der Ausprägungen der Konsequenz eines Risikos. Demnach bedarf es eines Anreizes, um eine Entscheidung zu treffen, um also ins Risiko zu gehen. Informations-Asymmetrien in Märkten bestimmen das wirtschaftliche Risiko. Die Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften des Jahres 2001, George A. Akerlof, Andrew Michael Spence und Joseph E. Stiglitz, wurden ausgezeichnet für eine Analyse der Märkte mit asymmetrisch verteilter Information: Kreditnehmer wissen mehr über ihre Rückzahlungsmöglichkeiten als Kreditgeber, Vorstände und Aufsichtsräte wissen mehr über die Rentabilitätschancen des Unternehmens als die Aktionäre, und Versicherungskunden wissen mehr über Schadensrisiken als die Versicherer.

George Akerlof zeigte, dass in einem Markt, in dem die Verkäufer bessere Informationen über die Qualität der Waren haben als die Käufer, Preis und Qualität mit der Zeit sinken. Er belegte den Zusammenhang am Beispiel der „Lemons“, dem Markt für Gebrauchtwagen. ↩

Der Käufer eines Gebrauchtwagens weiß in der Regel nicht, ob es sich bei einem Fahrzeug um ein fahrtüchtiges und verlässliches Auto oder um eine Mogelpackung handelt, eine saure Zitrone gewissermaßen. Der Händler weiß es – deshalb wird ihm üblicherweise unterstellt, dass er seinen Informationsvorsprung zum eigenen Vorteil ausnutzt. Der Käufer, dem lediglich Preis und Optik als Indikatoren für die Qualität dienen, antizipiert das potenzielle Ausnutzen des Informationsvorsprungs des Händlers und richtet seine Zahlungsbereitschaft allenfalls an der Qualität eines durchschnittlichen Gebrauchtwagens aus. Für den Händler hat das zur Folge, dass er für Autos, deren Qualität über dem Durchschnitt liegt, keine Abnehmer findet. Mit der Konsequenz, dass die Durchschnittsqualität der Gebrauchtwagen am Markt sinkt, und damit sinkt auch der Durchschnittspreis, den Käufer zu zahlen bereit sind.

Akerlofs Szenario: Der Prozess setzt sich so lange fort, bis tatsächlich nur noch Rostlauben auf dem Markt für Gebrauchtwagen übrig bleiben. Niedrigste Qualität zum niedrigen Preis.

Anders auf dem Markt für Unternehmen. Der von Alt Bundeskanzler Helmut Schmidt gezogene Vergleich von Fusionen mit dem Gebrauchtwagenmarkt zieht nicht. Vielmehr ist in den vergangenen Jahren eine Tendenz zum Preis- und Qualitätsanstieg der Verkäuferunternehmen zu beobachten gewesen. Im Jahr 2000 wurde eine Rekordprämie von durchschnittlich 50 Prozent der Börsenbewertung gezahlt. Auch die Durchschnittsqualität der Verkäufer-Unternehmen ist innerhalb der historischen Boomphasen gestiegen. Beides bedeutet eine Umkehrung der Nobelpreis-These, nach der auf dem Unternehmensmarkt der durchschnittliche Kaufpreis ebenso sinken müsste wie die Qualität der Zielunternehmen.

Die Ignoranz der Akerlofschen Informations-Asymmetrie bei der Bepreisung von Unternehmen kann als Beleg für eine Management-Hybris und als Vorboten für systematische Post Merger-Probleme aufgefasst werden. Die Rechnung der Ökonomie-Professoren wird einmal mehr ohne die obsessive Kraft des „Haben-Wollens“ gemacht.

### III. Risikomanagement: Riskante Instrumente der Risiko-Reduktion

#### „Was sehen Sie eigentlich, wenn Sie ein Unternehmen sehen?“ Michael Bockemühl, Kunsthistoriker

Die Frage war existentiell und entlarvend. Gestellt wurde sie gut 100 professionellen Teilnehmern anlässlich der Eröffnung des 1st Executi- →

ve M&A-Congress am Institute for Mergers & Acquisitions (IMA) an der Universität Witten/Herdecke. Und sie blieb, trotz einiger Versuche – „Bilanzen?“, „Kunden?“, „Produkte?“, „Potenzial?“ – bis zum Ende unbeantwortet.

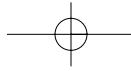
Dem Risiko der Informations-Asymmetrie zwischen Verkäufer und Käufer soll im Wesentlichen durch die so genannte Due Diligence, eine „sorgfältigen Prüfung“, begegnet werden. Theoretisch werden erst durch diese Sorgfalt fundierte Integrationsplanungen und Unternehmensbewertungen möglich. Praktisch kann von Sorgfalt keine Rede sein: Nach einer Berater-Analyse aus dem Jahr xxxx wurde überhaupt nur bei jeder achten Transaktion in Deutschland eine entsprechende Due Diligence durchgeführt.

Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) fordert nur das Selbstverständliche bei Mega-Investitionen. Eine Due Diligence könnte Transparenz schaffen, etwa bei der ex ante Bestimmung der Integrationskosten, den Kosten also, die eine Fusion zum Negativ-Summen-Spiel macht. Tatsächlich sind die Integrationskosten aber in den feinkalibrierten Unternehmensbewertungen, die vom Stuttgarter Verfahren über Discounted Cash Flow-Verfahren bis hin zu Realloptionsbewertungen reichen, nicht einmal berücksichtigt.

Das mangelhafte Risikomanagement ist auch historisch begründet. In Deutschland haben sich die einzelnen M&A-Prozessschritte in der Mehrzahl der Unternehmen erst in der zweiten Hälfte der 90er Jahre professionalisiert. Seitdem hat die Einrichtung von M&A-Abteilungen sowie die Konsultation von Heerscharen von Dienstleistern zwar zu einer erheblichen Optimierung der einzelnen Prozessschritte geführt – dabei aber ein neues Problem geschaffen: Die einzelnen Schritte sind in der Regel nicht zu einer Prozesskette verknüpft.

So werden beispielsweise in der Due Diligence eine Vielzahl von hoch spezialisierten Beratern eingesetzt: Rechtsanwälte für die Legal Due Diligence, Steueranwälte für die Tax Due Diligence, Informatiker für die IT Due Diligence, Ingenieure für die Technical Due Diligence, Personalberater für die HR Due Diligence, Wirtschaftsprüfer für die Commercial Due Diligence, Umwelttechniker und Geographen für die Environmental Due Diligence, Organisationsberater für die Cultural Due Diligence.

Unternehmen wie Hewlett-Packard (HP) haben zudem festgestellt, dass es auch als Käufer von kleineren Unternehmen durchaus sinnvoll ist, sich selbst in die Prüfung einzubeziehen. Eine Self Due Diligence prüft die eigene Akquisitionsfähigkeit sowie die Kompetenz im Umgang mit an- ↩



deren Organisationen. HP war vor seinem Merger mit Compaq bereits zu der Einsicht gekommen, dass der erfolgreiche „HP way of life“ mit seiner starken Unternehmenskultur nicht erfolgsversprechend für eine Fusion ist. Sorgfältige Prüfung? Bei großen Transaktionen werden innerhalb weniger Stunden Teams von über 150 Spezialisten zusammengestellt – Experten, die sich vorher nie gesehen, geschweige denn zusammengearbeitet haben, die unterschiedliche nationale und fremde Fachsprachen sprechen, und die nur wenige Tage unter enormem Zeitdruck zusammenarbeiten. In einem Data Room, einem Raum voller Papier gewordener Daten, in dem das Unternehmen konzentriert wie ein Brühwürfel abgepackt liegt.

Ein Festival der Wittgensteinschen Sprachspiele beginnt. Und die Dienstleister konstruieren das Unternehmen oft genug so, wie sie es gelernt haben: Mit Checklisten, die mehr über den Dienstleister aussagen als über die Organisation, wird der Unternehmens-TÜV durchgeführt. So werden in wenigen Tagen aktenordnerweise Analysen geschrieben, deren Redundanz und Zusammenhang vom Management ermesst werden muss, wozu es aufgrund der hohen Spezialisierungsgrade der Vorarbeiter kaum in der Lage sein kann. Es bedarf deshalb dringend einer zweiten Professionalisierungswelle, die auf eine Integration aller Analysen in einen interdisziplinären Endbericht abzielt. Doch dazu braucht es in der M&A-Prozesskette Generalisten. Und die gibt es kaum.

Keine Frage, die einzelnen Due Diligence-Formen sind Instrumente der Risikoreduzierung, durch die sich Käufer und Verkäufer miteinander bekannt machen. Der Zeitdruck, die hohe Vertraulichkeit und die damit verbundenen Zurückhaltungen beim Verkäufer insbesondere bei einer bestehenden Wettbewerbssituation, die Fragmentierung der Analysen und die unterschiedlichen Sprachspiele bleiben jedoch inhärente Probleme einer Due Diligence – neben dem tatsächlichen Hauptproblem: Die Vorstände haben sich über die wesentlichen Eckpunkte – Geld, Macht und Liebe, also Kaufpreis, Vorstandsstruktur und die Kommunikation angesichts der Geschichtsrichtigkeit des Projekts – längst geeinigt. Der Deal steht, nicht selten unumstößlich für die folgenden Prüfungsbatterien. Die Ergebnisse der Due Diligences sind vielfach festgelegt.

Es stimmt schon, beim Anblick der Analysen kann durchaus der Eindruck entstehen, man kenne das Unternehmen und könne auf Basis dieser Scheinsicherheiten verhandeln. In Wahrheit sind Mergers & Acquisitions oft pure Wunschproduktionen mit der Tendenz zum Realitätsverlust. →



**IV. Corporate Governance: Die unerträgliche Leichtigkeit des Neins**

Wenn es um den Realitätsverlust des Managements geht, wird gerne das Modethema „Corporate Governance“ aufgerufen. Als Corporate Governance wird das gesamte System interner und externer Kontroll- und Überwachungsmechanismen in einem Unternehmen bezeichnet. In der Tat stellt sich die Frage, warum Vorstände in den vergangenen Jahren Unternehmenskäufe mit Strategie verwechselt haben.

Ein Grund für den Hunger nach brachialen unternehmerischen Entscheidungen könnte die Dekonstruktion des Topmanagements durch die dezentralisierenden Empowerment-Mythen sein: die Teamarbeit-Illusion, die partizipativen Führungshoffnungen oder die Selbstsuggestion des Top- ↩

managements von flacher Hierarchie. Klar ist, diese Entscheidungen transformieren nicht nur Organisationen, sie verändern radikal ganze Branchen. Endlich können Manager wie Unternehmer agieren; eine Differenz, die letztlich immer schmerzte. Ein anderer Grund ist der Wunsch, nicht selbst gekauft zu werden. Eine wieder grassierende Angst bei Börsenbewertungen unterhalb des Substanzwertes. Und nicht zuletzt: Geld.

Wenn wir den Fusionsprozess vor Vertragsabschluss analysieren, fällt auf, dass in dem Club der Eingeweihten, also derjenigen, die von dem Fusionstrauma nicht erst morgens im Radio erfahren, nur Fusionsgewinner verhandeln – erfreulicherweise ohne jedes Risiko. Und wenn wir über Mythen sprechen, dann natürlich auch über den Mythos, dass das Fusionsspiel im wesentlichen ein initiiertes Spiel der Investmentbanker sei – den Gebrauchtwagenhändlern des Kapitalismus.

Von einem Merger profitieren natürlich alle Prozess-Beteiligten. Juristen, Banker, Berater und Vorstände verdienen bei einer Fusion bis zu zehn mal mehr als ohne sie. Auch deshalb sind Fusionen ein Dauerbrenner.

Selbstverständlich gibt es Ausnahmen. In der Regel aber sind die Gehälter und Berater-Honorare nicht vom Erfolg abhängig, sondern vom Abschluss – und damit unschlagbar attraktiv. Mit Honoraren oder Vorstandsgehältern, die erfolgs-, umsatz-, mitarbeiter- oder bilanzgrößenabhängig wären, würde sicher so mancher Prozess eine andere Wendung nehmen. Zur Zeit gilt leider meist die Norm, nach der Vorstände von ihren Dienstleistern alles erwarten können – einen enormen Arbeitseinsatz, physische und psychische Belastungen bis zur Selbstaufgabe, nur eines viel zu selten: ein „Nein“. Der Vorstand, der tatsächlich kritische Beratung sucht, hat es schwer. Die Anreizstruktur des gängigen Fusions-Flows kennt kaum einen Abbruch – außer, die Herren werden sich nicht über Struktur oder Firmennamen einig.

**V. Die Lernkurve: Das Risiko der Einfachheit**

Aus Schaden wird man klug. Eine Lehre der Alten, die bei Fusionen offenbar nicht greift. Sowohl Makro- als auch Mikroanalysen belegen empirisch, dass die Erfolgsraten in der Vergangenheit kontinuierlich gesunken und erst seit den späten 80er Jahren nur leicht wieder angestiegen sind. Auch Geübte agieren kaum besser. In einer Analyse von Mehrfachakquisitoren konnten wir gar keine Lernkurve feststellen: Wer häufiger fusioniert, macht es deswegen nicht besser.

Kein Wunder, Fusionen sind zu komplex und radikal, als dass sie leicht →

lernbar und übertragbar wären. Standardisierungseffekte lassen sich bestenfalls bei Kleinstakquisitionen erzielen. Aber Vorsicht vor Simplifizierung: Schnelle Post Merger-Checks, wie sie neuerdings angeboten werden, oder auch hoch standardisierte Post Merger-Prozesse in M&A-Abteilungen, werden dem Ernst der Lage nicht gerecht. Es gibt gerade bei Großtransaktionen nur einen richtigen Weg, den eigenen. Der Wunsch nach der Trend-Lösung „Simplicity“ ist nachvollziehbar, produziert aber im Nachgang komplexe Anschlussprobleme. Dagegen konnten wir belegen, dass Unternehmen, die sich behutsam mit der eigenen Geschichte und mit der gemeinsamen Zukunft auseinandergesetzt haben – also auch langsam waren – bessere Ergebnisse realisierten.

So scheint der ausbleibende Lernerfolg auch eine Frage des Wollens. Die vorher mühsam und kostenaufwendig erstellten Due Diligences dauern nicht an: So genannte „Post Merger Audits“ werden gerade mal in sieben Prozent der deutschen Fusionen systematisch durchgeführt. Die Organisation kann gar kein Gedächtnis für die kleinen und großen Themen der Fusion entwickeln. Scheitern tabuisiert.

**VI. Ausblick: Hysterie und Hybris**

Manager sind grenzwertig. Der Blick des Vorstands nach unten in die Organisation hat sich in den vergangenen Jahren zu einem Blick nach Außen gewandelt. Grundsätzlich eine schöne Aussicht. Doch in den Fusionswellen entsteht eine Hysterie, die einer Einbahnstraße ohne Parkplätze gleicht. Natürlich ist es verlockend, Grenzen zu überschreiten. Sicher ist auch, dass die sechste Welle kommt. Fusionieren und Desinvestieren werden zu Kernkompetenzen von →

Konzernen, die letztlich über das Überleben entscheiden. Ungesund jedoch wirkt vor allem, was der Ökonom Richard Roll als Hauptgrund des Scheiterns ausgemacht hat: die Hybris des Managements.

Unternehmen wie Enron, Global Crossing, WorldCom oder Xerox stehen nicht ohne Grund im Verdacht, sowohl privat als auch für die Gesellschaft Bilanzierungswahlrechte ad hoc zu erfinden – eben auch mal das ergebnisoptimierende „Wahlrecht“ zwischen Investitionen und Kosten.

Zumindest eine Lehre leitet sich aus all dem ab. Eine eklatante Informationsasymmetrie und eine ungeheuerliche Risikoposition gemischt mit einer vielfach nur halbherzig durchgeführten Due Diligence und einem fehlenden Post Merger Audit machen eine intelligente Corporate Governance-Struktur zwingend notwendig: Organisationen brauchen ein systematisches Übernehmstraining – mit scharfen Lernkurven. ☒