





# EIN PFAD MIT VIELEN STOLPER- STEINEN

*Studien zeigen: Die Erfolgsquote von Mergers & Acquisitions ist gering. Meist ist auch nicht das ökonomische Rational Treiber von Übernahmen und Fusionen, sondern schlicht die Opportunität. Gerade diese bietet sich derzeit auch im Bankensektor, wo aufgrund der aktuellen Marktentwicklung eine Konsolidierung Not tut. Dabei zeigt sich: Ohne ein solides strategisches Fundament lassen sich M&A-Vorhaben nicht erfolgreich umsetzen.*

„Letztlich ist alles eine Frage des Preises“, so Enrico Lardelli, Mitglied der Geschäftsleitung Postfinance am C-Level Roundtable im vergangenen Juli (siehe auch Interview Seite 23 bis 26). Das Thema der hochkarätig besuchten Diskussions- und Networking-Runde lautete Mergers & Acquisitions. Mit Lardelli diskutierten Jürgen Pulm, COO der Coutts & Co. sowie Moderator Selçuk Boydak, Gründer der Boydak Management Consulting. Anlass war die seit der Finanzkrise schwelende Frage, ob es angesichts der aktuellen strukturellen und regulatorischen Herausforderungen zur grossen Übernahmewelle auf dem Schweizer Finanzplatz kommt und wie damit umzugehen ist.

Eine Indikation, wo derzeit die Preise stehen, gab Mitte August die Bank Julius Bär mit der Übernahme des internationalen Wealth-Management-Geschäfts der Bank of America-Tochter Merrill Lynch.

**GELEGENHEIT MACHT ÜBERNAHMEN** Diese Preisdifferenz kommt nicht von ungefähr. Während die Bank Julius Bär durch die Akquisition des internationalen Vermögensverwaltungsgeschäfts der Merrill Lynch auf einen Schlag ihre Marktpräsenz in Asien und Südamerika merklich verbessern kann, winken der Raiffeisen aus der Transaktion wenig bis gar keine Synergiepotenziale. Gerade weil die Integration einer Privatbank ins Retailgeschäft nicht beabsichtigt ist und aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und -kulturen auch kaum gelingen dürfte, können keine namhaften Synergieeffekte entwickelt werden, was den Kaufpreis im derzeitigen Marktumfeld ans untere Ende der Bandbreite drückt. Dies legt die am C-Level Roundtable geäusserte Vermutung nahe, dass die Wegelin-Übernahme für Raiffeisen vor allem durch Opportunität getrieben war und eher als Finanzinvestment zu betrachten ist. Möglich, dass Raiffeisen Notenstein dereinst mit Gewinn weiterverkauft.

Typisch für rein finanziell motivierte Akquisitionen ist denn auch, dass – wie im Falle von Wegelin – die übernommene Geschäftseinheit unabhängig bleibt. Der Käufer hofft auf eine gute Renditechance des übernommenen Objektes, idealerweise mit guten Wachstumsaussichten. Manchmal geht es auch um eine bessere Diversifikation des Geschäftsportfolios. Bei einer typischen strategischen M&A-Transaktion hingegen strebt der Käufer die

Mobilisierung substanzieller Synergien mit dem eigenen Geschäft an. Diese Synergien können üblicherweise erst durch die teilweise oder vollständige Integration des übernommenen Unternehmens realisiert und das ökonomische Rational der Transaktion dadurch in die Tat umgesetzt werden. Je nach zu erwartendem Synergiepotenzial ist der Käufer genau deshalb bereit, einen Aufpreis zu bezahlen, der deutlich über den isolierten finanziellen Wert hinausgehen kann. Die in den Kaufpreis zum Teil „eingepreisten“ Synergien rechtfertigen in solchen Fällen eine „strategische Prämie“.



Abb. 1: Das strategische Motiv hinter M&A-Vorhaben.

Quelle: Boydak Management Consulting

Der Kaufpreis beträgt 1,2 Prozent auf die geschätzten 72 Milliarden Franken Kundenvermögen, die tatsächlich transferiert werden. Das ist ordentlich, operierte die übernommene Bankeinheit der Merrill Lynch mit einer Cost-Income-Ratio von 105 Prozent doch in der Verlustzone. Nur 0,75 Prozent oder 155 Millionen Franken zahlte die Raiffeisen-Gruppe dagegen Anfang Jahr für die verwalteten 21 Milliarden an nicht-amerikanischen Assets, welche sie von der Bank Wegelin im Rahmen einer Art Notverkaufs übernahm und unter dem Brand Bank Notenstein neu parkierte.

Der Bankensektor befindet sich zur Zeit im schlechtesten aller Szenarien: Sinkende Erträge und steigende Kosten. Die Erträge sinken bedingt durch die Weissgeldstrategie, die schwierige Lage auf den Finanzmärkten und den zunehmenden Wettbewerbsdruck. Die Kosten werden weiter hochgetrieben durch stark zunehmende regulatorische Anforderungen, aber auch durch den gestiegenen Anspruch der Kunden nach verbessertem Service und nachhaltiger Performance. Ein strukturelles Dilemma, in dem sich fast der gesamte Finanzsektor befindet und das den Konsolidierungsdruck befeuert.

Zumindest in den reiferen Märkten ist kein signifikantes Upside-Potenzial für die Ertragsseite vorhanden. Deshalb müsste die Konsolidierung in erster Linie bei den Kosten ansetzen. Durch die bessere Kapazitätsauslastung einer existierenden Operating-Plattform gilt es, Skaleneffekte zu erzielen und dadurch Prozessstückkosten zu senken. Damit diese Rechnung aufgeht, ist ein möglichst hohes Mass an Integration der zu mergenden Geschäftseinheiten unabdingbar. Und gerade dies ist auch mit hohen Umsetzungsrisiken verbunden. Nicht zuletzt deshalb, weil M&A-Transaktionen für eine mittlere Privatbank nicht zum Alltag gehören, sondern eher eine Ausnahmesituation darstellen.

M&A-erfahrener zeigen sich dagegen Unternehmen in anderen Branchen. So in den Lifesciences oder auch in den Informations- und Kommunikationstechnologien. Allerdings stehen in solchen Innovations- und Wachstumssektoren nicht Kosten-, sondern in erster Linie Ertragssynergien im Zentrum des Interesses. Meist geht es darum, das Produktportfolio zu erweitern. Auch das übernommene Unternehmen profitiert von der Transaktion, kommt es doch in den Genuss eines vereinfachten Marktzugangs durch Ausnützung einer etablierten Vertriebsstruktur. Getrieben sind solche Deals durch Time-to-Market-Überlegungen: So kostet es nicht nur mehr, sondern dauert in der Regel auch sehr viel länger, in einem neuen Gebiet eigene Innovationen voranzutreiben. Der Übernahmekandidat dagegen müsste enorme Mittel investieren, um in angemessener Zeit die nötige Marktposition zu erreichen.

Nicht selten bringen strategische Übernahmen noch einen weiteren, willkommenen Nebeneffekt mit sich, der sich durchaus auch als Hauptmotiv eines Vorhabens entpuppen kann: Durch die Akquisition gelingt es, einen potenziell unbequemen Mitbewerber zu eliminieren. Als weitere strategische Option bieten sich M&As dann an, wenn sich ein Unternehmen am Markt neu positionieren und eine Businessstransformation einleiten möchte. Etwa indem man sich sukzessive in ein margenträchtigeres Marktsegment einkauft und gleichzeitig das angeschlagene Stammgeschäft desinvestiert. Paradebeispiel für ein solches Manöver ist IBM, das nach der Jahrtausendwende seine unrentable PC-Sparte an Lenovo veräußerte, um sich durch zum Teil namhafte Akquisitionen mehr und mehr im sehr viel margenträchtigeren Dienstleistungs- und Softwaregeschäft breit zu machen.

**STRATEGIE MUSS STIMMEN** Zusammenfassend lassen sich bei strategisch motivierten M&A-Vorhaben grundsätzlich drei Bewegungsrichtungen ausmachen. Wird horizontal – also in der gleichen Branche und auf der gleichen Wertschöpfungsstufe – integriert, stehen in den meisten Fällen Kostensynergien im Mittelpunkt. Wird vertikal – also entweder vor- oder nachgelagerte Wertschöpfungsstufen – integriert, geht es meist um den Zugang zu wichtigen Produkten oder Ressourcen oder die Kontrolle über wichtige Absatzkanäle. Bei einer lateralen Übernahme oder Fusion wird ein Unternehmen aus einer anderen Branche akquiriert, um sich in ganz neuen Geschäftsfeldern zu entwickeln. In einem solchen Fall steht die übergreifende Unternehmens- und Businessstransformation im Vordergrund.

Eines wurde in der Diskussion am C-Level Roundtable unmissverständlich klar: Ist die strategische Weichenstellung hinter einem M&A-Vorhaben fehlgeleitet, nützt die beste Umsetzung nichts. Augenscheinlich gemacht wurde dies am Beispiel des Zusammenschlusses der Credit Suisse mit der Winterthur Versicherungen zu einem Allfinanzkonzern Ende der 90er Jahre. Auf dem Papier machte der Merger durchaus Sinn: Warum sollten Versicherungsvertreter nicht gleichzeitig Bankprodukte verkaufen können und umgekehrt? Die Rechnung ging

trotzdem nicht auf. 2004 wurden die Winterthur Versicherungen von der Credit Suisse zur reinen Finanzbeteiligung zurückgestuft und 2006 an die französische Axa verkauft. Für Enrico Lardelli ist das Scheitern vieler Allfinanzkonzepte vor allem kulturell zu begründen: „Die Aufnahmefähigkeit des Individuums ist limitiert. Entweder versteht es das Banking oder es kann Versicherungen verkaufen. Beides zusammen ist schwierig. Das gleiche gilt auch für den Kunden. Dieser wird einfach misstrauisch, wenn ihm der Versicherungsvertreter gleich noch Aktienfonds beliebt machen möchte.“

Damit zeigt sich eine der Hauptschwierigkeiten von M&A-Vorhaben: Was in der Theorie oder am Verhandlungstisch als sinnvoll erscheint und wie im Falle der Credit Suisse in anderen Märkten auch tatsächlich funktioniert, erweist sich in der Praxis nicht immer als tatsächlich umsetzbar. Stolpersteine können sich dabei in allen drei Phasen eines M&A-Vorhabens – strategische Ausrichtung, Transaktion, Integration (siehe S. 12, Abb. 3) – in den Weg legen. Als besonders entscheidend erweist sich die Due Diligence. Diese stellt letztlich fest, wie eine Transaktion zu bewerten ist und inwieweit angestrebte Synergieeffekte unter den vorgefundenen Bedingungen auch realisiert werden können.

**DIE KATZE IM SACK** Die Teilnehmer des C-Level Roundtable waren sich weitgehend einig, dass die Due Diligence zwingend über die rein finanzielle und organisatorische Ebene hinausgehen sollte. Denn meist gibt die Frage nach der Kompatibilität der IT-Systeme und der Prozesslandschaft, aber auch der Steuerungsphilosophie sowie der Unternehmenskultur den Ausschlag für das Gelingen oder eben Misslingen der späteren Integration. Laut

	HORIZONTAL	VERTIKAL	LATERAL
<b>Definition</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Gleiche Branche</li> <li>■ Gleiche Wertschöpfungsstufe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Gleiche Branche</li> <li>■ Vor- oder nachgelagerte Wertschöpfungsstufe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Andere Branche</li> </ul>
<b>Angestrebter Nutzen (Beispiele)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Kostensynergien</li> <li>■ Skalenvorteile</li> <li>■ Ausschalten eines Wettbewerbers</li> <li>■ Erhöhung relativer Marktanteile</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sicherung der Versorgung durch Zugang zu Rohstoffen, Komponenten oder Produkten</li> <li>■ Absatzsicherung durch Zugang zu Vertriebskanälen</li> <li>■ Kostenvorteile durch integrierte Abläufe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Glättung von zyklischen Ertragschwankungen</li> <li>■ Minimierung zyklisch bedingter Risikoaufschläge bei Kapitalbeschaffung</li> <li>■ Neupositionierung und strategische Business-Migration</li> </ul>

Abb. 2: Das ökonomische Rational von M&A-Vorhaben. Quelle: *Boydak Management Consulting*

Boydak werden besonders nichtfinanzielle Aspekte während einer Due Diligence oft zu oberflächlich oder blauäugig betrachtet. Dies hat verschiedene Ursachen. Zum einen besteht typischerweise häufig ein hoher Zeitdruck, die Opportunität zu evaluieren und den „Sack schnell zuzumachen“. Andererseits ist bei M&A-Vorhaben Diskretion gefordert, weshalb zunächst oft nur ein enger Mitarbeiterkreis involviert wird. Dies führt dann dazu, dass die Katze im Sack gekauft werden muss.

Zumal einige der Beteiligten ohnehin ein Interesse daran haben, den Deal so schnell wie möglich unter Dach und Fach zu bringen. Hierzu gehören nicht zuletzt die involvierten Investmentbanker und andere Spezialisten, die erst dann so richtig mitverdienen, wenn die Transaktion durchgeführt werden kann. So verwundert es nicht, dass nicht alle Beteiligten aktiv Ausschau nach potenziellen Dealbreakern halten wollen.

Die Folgen sind bekannt: Das auf der strategischen Ebene geortete und auch geforderte Synergiepotenzial kann letztlich nicht geliefert werden, entweder, weil es gar nicht vorhanden ist oder nur mit

erheblichem Mehraufwand umgesetzt werden kann. Zudem hat man dann auch noch die Chance verpasst, mögliche Probleme und Inkompatibilitäten als Abschlüsse auf den Kaufpreis zu berücksichtigen, selbst wenn man das Vorhaben nicht abrechnen wollte.

**HOHE AUSFALLQUOTE** Mergers & Acquisitions sind ein überaus riskantes Geschäft. Dies bestätigt eine jüngste Untersuchung von Accenture. Selbst wenn die Erfolgsquote besser ausfällt als die immer wieder kolportierten 50 Prozent, ist das Ergebnis nicht eben berauschend. Gemäss der Studie kreierten nur gerade 39 Prozent der 500 untersuchten Transaktionen zwischen 2002 und 2009 für den Aktionär eine Wertsteigerung von über 20 Prozent. Weitere 19 Prozent schnitten immerhin positiv ab. Dem steht jedoch eine hohe Fehlerrate gegenüber: In 42 Prozent der Fälle war das Ergebnis negativ und jedes fünfte der untersuchten M&A-Vorhaben vernichtete gar über 20 Prozent der Vermögenswerte.

Das Gelingen oder Nichtgelingen eines Mergers festzustellen ist allerdings nicht immer einfach: Denn niemand weiss, wie es den Unternehmen ergangen wäre, wenn sie selbstständig geblieben wären. So gesehen kann der Erhalt des Status quo schon als Erfolg gewertet werden. Dass dies nicht immer der Fall ist, belegen prominente Beispiele, die am C-Level Roundtable diskutiert wurden. Unter anderem der Fall der Clariden Bank. Mit einer Cost-Income-Ratio von 45 Prozent galt diese lange als sehr unternehmerisch und erfolgreich geführter eigentlicher Champion ihrer Zunft. Als die Credit Suisse Anfang dieses Jahres klein begeben musste und die Clariden Leu auflöste, betrug deren Cost-Income-Ratio gerade mal 80 Prozent. Was lief falsch? Ursprünglich ging es der Credit Suisse als Mehrheitseignerin darum, ihre anderen Privatbankentöchter, namentlich Bank Leu, Bank Hofmann und die BGP Banca di Gestione Patrimoniale zusammen mit der Credit Suisse Fides ins überaus profitable Geschäftsmodell der Clariden zu überführen. Dies geschah 2007 und führte zur Schaffung der fusionierten Clariden Leu. Im Nachhinein erwies sich die auf der strategischen Ebene anvisierte Integrationstiefe möglicherweise schon als Fehler.

In welchen Fällen ist es nötig, den Merger bis an die Kundenfront durchzuziehen? In welchen Fällen reicht es aus, ein gemeinsames Backoffice zu betreiben? Diese Frage müsse man sich gut überleben, meinte etwa Jürgen Pulm am C-Level Roundtable. Für eine schlüssige Antwort gilt es verschiedene Aspekte zu berücksichtigen: Kundenstruktur, Markenwahrnehmung, Internationalität, Firmenkultur und Führungsphilosophie sowie Incentivierungsmechanismen.

Eine weitere Kernfrage ist die nach dem richtigen Ansatz zur Integration der IT- und Operations-Plattformen. Im Falle der Clariden Leu entschied man sich beispielsweise dafür, die hocheffiziente Kernbankenplattform der Clariden Bank abzuschalten und alle Privatbanken auf das integrierte Swiss Banking System der Credit Suisse zu migrieren.

#### DIE DREI HÄUFIGSTEN STOLPERSTREINE

- **Fehlende strategische Ausrichtung:** Unternehmen handeln situativ und opportunitätsgetrieben, das strategische Gesamtkonzept wird nicht miteinbezogen: Die konkreten Zielvorgaben werden nicht oder nicht realistisch formuliert.
- **Transaktion erfolgt unter Zeitdruck:** Die Due Diligence beschränkt sich auf finanzielle Aspekte, kritische Erfolgsfaktoren wie Führungskultur oder IT-Landschaft werden ungenügend abgeklärt: Die Synergiepotenziale werden über-, der Integrationsaufwand unterschätzt.
- **Integration wird nicht stringent durchgezogen:** Das Integrationsteam ist zu schwach aufgestellt und verfügt nicht über genügend erfahrene Führungskräfte und -kompetenzen: Das M&A-Vorhaben verliert an Tempo, weicht vom ursprünglichen Plan ab und verfehlt die wichtigen Quick-Wins.

Der Credit Suisse ging es darum, bessere Skaleneffekte für die Entwicklung und den Betrieb der eigenen Plattform zu realisieren. Für die entstandene Tochter bedeutete dies hingegen, auf der Plattform eines grossen Flugzeugträgers operieren zu müssen, statt als eigenständiges Schnellboot agieren zu können.

„M&A ist ein sehr anspruchsvolles Thema. Warum tun Unternehmen sich das an?“, lautete die provokante Frage, mit der Selçuk Boydak die Schlussrundes des C-Level Roundtables einleitete. Und die Frage war angesichts der vielen Stolpersteine, die sich einem M&A-Vorhaben präsentieren (siehe Kasten S. 11) und der doch ernüchternden Erfolgsrate durchaus nicht rhetorisch gemeint. Stehen nämlich, wie derzeit im Finanzsektor, vor allem Kostensynergien im Zentrum einer beabsichtigten Transaktion, könnten dies auch durch alternative Szenarien wie Kooperationen oder Business Process Outsourcing angestrebt werden (siehe Artikel S. 18 bis 21).

Oft ist denn auch nicht das ökonomische Rational der Haupttreiber von Mergers & Acquisitions, sondern die persönlichen Ambitionen einzelner Topmanager, die wiederum unter Druck stehen, die Wachstums- und Gewinnerwartungen der Shareholder zu bedienen. Sind diese aus eigener Kraft nicht zu erfüllen, dann bieten sich Akquisitionen als probates Mittel zum Zweck an. Übernahmen fassen dann nicht wirklich auf einem strategischen Fundament, sondern werden dazu missbraucht, um die eigenen Wachstumsschwächen zu kaschieren.

Tatsächlich gibt es aber auch zahlreiche Unternehmen, die dank einer aggressiven, wohl durchdachten und konsequent exekutierten Akquisitionsstrategie zu Marktdominanz gelangt sind. Allerdings braucht es hierzu nicht nur die entsprechende Unternehmenskultur, sondern auch die nötige Organisation mit entsprechenden Fähigkeiten und Erfahrungen, um auf diesem Pfad mit vielen Stolpersteinen zu bestehen. THOMAS BRENZIKOFER ■■

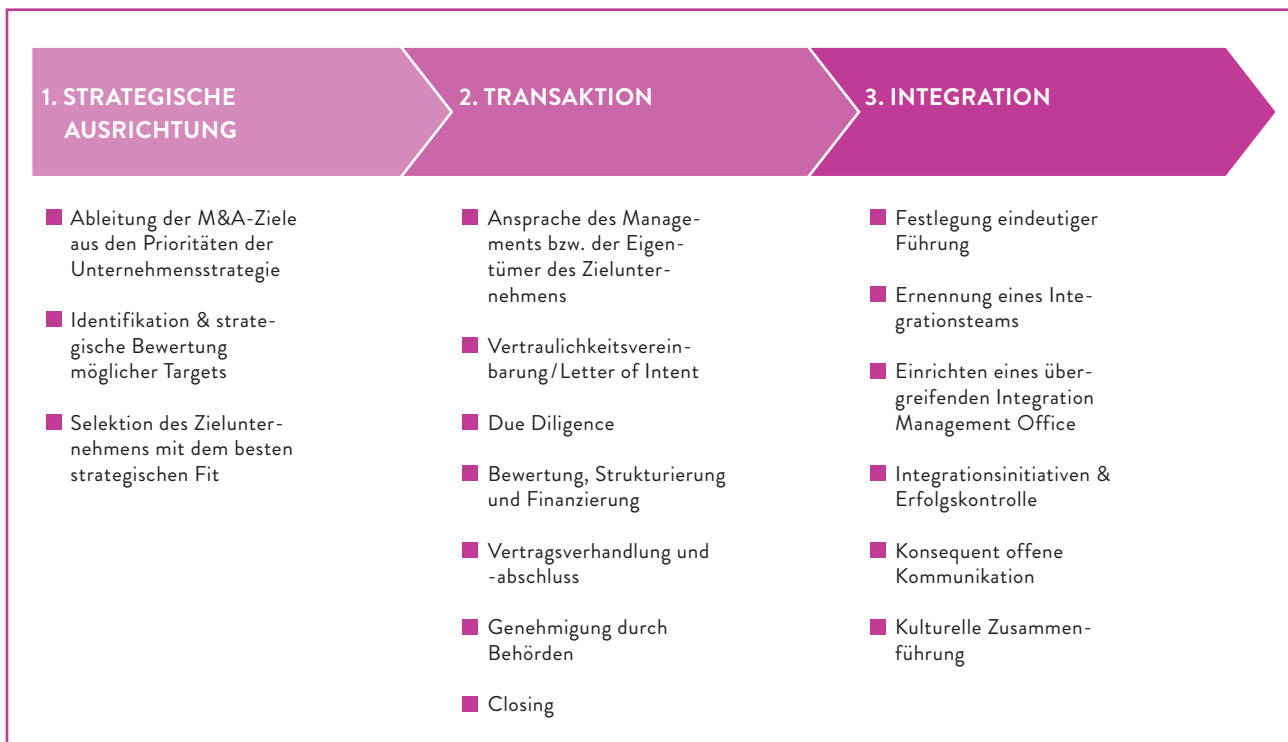


Abb. 3: Die Phasen eines M&A-Vorhabens. Quelle: Boydak Management Consulting