

Josef Fritz

Die Fusionswelle rollt wieder ... und was macht der Aufsichtsrat?! (Teil I)

Der vorliegende Beitrag beleuchtet im ersten Teil die Rolle des Aufsichtsrats bei Fusionen.

1. EINLEITUNG

2016 wurden Firmenfusionen und -übernahmen für 3,6 Billionen € vereinbart. Eine unvorstellbare Summe.

So weist der Markt für *mergers & acquisitions* (M&A) in Zentral- und Osteuropa (CEE) den höchsten Wert seit dem Jahr 2013 auf. Das Gesamtvolumen der M&A-Transaktionen in CEE erreichte 2016 einen Spitzenwert von 86,7 Mrd €. Bemerkenswert ist, dass Investoren aus Großbritannien und Asien verstärkt am CEE-Markt tätig sind.

Seit 2016 nimmt China bei Übernahmen einen weltweiten Spitzenplatz ein. Die Summe aller chinesischen Zukäufe im Ausland von 221 Mrd US-Dollar war mehr als doppelt so groß wie 2015.

Chinesische Investitionen sorgen in Australien für Unruhe: China war erstmals größter Investor in Australien. Der Wert von 46,5 Mrd australische Dollar ist fast das Doppelte der US-amerikanischen Investitionen.

Auch in Österreich, Deutschland und der Schweiz werden in immer kürzeren Abständen Unternehmenskäufe bekannt gegeben.

Die Fusionswelle rollt seit den dramatischen Ereignissen mit Lehman Brothers und dem Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008 wieder.

Es gibt jedoch einen wesentlichen Unterschied zum früheren Auf und Ab im M&A-Geschäft. 2016 war ein außergewöhnliches Jahr. Es waren nicht nur die üblichen Übernahmen, mit denen Konzerne nach mehr Marktmacht streben. Mehr denn je verlassen Konzerne bei Übernahmen ausgetretene Pfade. Es geht nicht nur darum, die Marktmacht zu vergrößern, sondern auch häufig um neue Geschäftsmodelle oder Erlösquellen. Disruption – die Beeinträchtigung bzw Zerstörung althergebrachter Geschäftsmodelle durch Digitalisierung – beschäftigt das Top-Management und somit auch den Aufsichtsrat.

Unternehmen erfinden sich neu, betrachten ihr Geschäft mit anderen Augen und überlegen, wie sie selbst disruptiv werden können, oder vermeiden, selbst Opfer von Disruption zu werden. Die weiter anhaltende Globalisierung verschärft dies zusätzlich.

2. EINIGE BEISPIELE

Der US-Telekomriese AT&T kaufte für 85,4 Mrd US-Dollar den Medienkonzern Time Warner mit seinen TV-Sendern (der bekannteste ist wohl CNN) und dem Filmstudio Warner Bros.

Der Softwarekonzern Microsoft erwarb das Karrierenetzwerk LinkedIn für 26,2 Mrd US-Dollar.

Der Smartphone-Konzern Samsung übernahm Harman International, den Hersteller von Autolautsprechern.

Das Zusammengehen von Bayer und Monsanto ist mit 66 Mrd US-Dollar die größte Übernahme, die ein Konzern je bar durchführte.

Schon zuvor sorgte der 43 Mrd US-Dollar teure Kauf des Schweizer Pflanzenschutz- und Saatgutkonzerns Syngenta durch ChemChina für Furore.

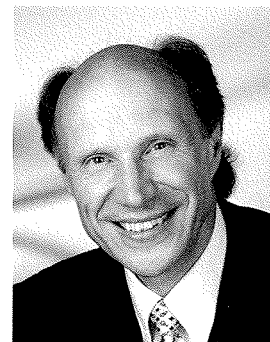
Der Hafen von Darwin wurde vom chinesischen Unternehmen Landbridge für 99 Jahre übernommen.

ABB, der 1988 selbst aus dem Zusammenschluss der schwedischen ASEA und der Schweizer BBC entstandene Energie- und Automatisierungskonzern, übernahm die oberösterreichische B&R. Aus einem Werkstattbetrieb formten *Erwin Bernecker* und *Josef Rainer* einen weltweiten Player für industrielle Steuerungstechnik. Mit der Übernahme durch ABB bricht ein neues Zeitalter an – die Innviertler sollen ABB zur Nummer 1 in der Automatisierungstechnik machen.

Der österreichische Novomatic-Konzern gab einen „Deal-Hattrick“ bekannt: In England wurde ein Weltanbieter mit 162 Spielstätten gekauft, in Estland wurde ein Siebenjahresvertrag mit den Lotterien abgeschlossen und in Liechtenstein darf Novomatic das erste Casino errichten.

Am österreichischen Mediaagenturenmarkt kauft Dentsu Aegis den Mitbewerber media.at und wächst zur neuen Nummer 2.

In der Bauindustrie übernimmt Porr den Salzburger Baukonzern. Die beiden Unternehmen haben bereits mehrmals zusammengearbeitet, so unter anderem beim derzeit größten Bauvorhaben Europas: Stuttgart 21.



Dr. Josef Fritz ist Managing Partner eines auf die Suche nach qualifizierten Aufsichtsorganen im deutschsprachigen Raum spezialisierten österreichischen Dienstleistungsunternehmens.

3. IMMER MEHR M&A-PROJEKTE PLATZEN

Beeindrucken auf der einen Seite die Rekordezahlen an Fusionen, so zeigen die Zahlen nur „die halbe Wahrheit“. Immer mehr Übernahmehorhaben scheitern! Drei Hauptgründe:

- Widerstand der Übernahmeobjekte;
- Untersagung durch Wettbewerbsbehörden;
- politischer Widerstand.

Das bekannteste Beispiel, wie lange sich eine Übernahme hinziehen kann, ist das Fusionsvorhaben der Deutschen Börse, die die Londoner Börse schon seit längerer Zeit übernehmen möchte. Der Deal gilt als mehrfach gescheitert.

Das US-Finanzministerium verhinderte den Kauf von Allergan durch Pfizer. Dies wäre mit 160 Mrd US-Dollar die größte Transaktion 2016 gewesen.

Die Fusion von Linde und Praxair stand schon im Sommer vorigen Jahres vor dem Aus, ehe man dann doch noch zusammenfand.

Viele Deals sind politisch umstritten. In Australien hat die Regierung den Verkauf der größten Rinderfarm Australiens S. Kidman & Co. zwei Mal abgelehnt.

Als Pionier in der Robotik und Automationstechnologie zählt KUKA Roboter in Deutschland zu den weltweit führenden Herstellern. Der Einstieg eines chinesischen Unternehmens bei KUKA war lange Zeit heftig umstritten und wurde auch vom deutschen Wirtschaftsminister zunächst untersagt. Der chinesische Midea-Konzern konnte letztendlich aufgrund seines lukrativen Angebots 95 % der Anteile am deutschen Roboterhersteller KUKA übernehmen.

Waren früher Unternehmen aus dem Rohstoffbereich oder bestimmte Produkthersteller Ziel von chinesischen Investoren, so sind es heute Hightech-Unternehmen und Weltmarktführer. Der Zugang zu Know-how und Zukunftstechnologien wird mit enormen Summen bezahlt.

4. DIE AUFGABE UND ROLLE DES AUFSICHTSRATS BEI FUSIONEN

Der Aufsichtsrat nimmt beim Kauf und Verkauf von Unternehmen oder Anteilen bzw. beim Eingehen von und Ausstieg aus Beteiligungen eine maßgebliche Rolle ein, denn: „Ohne die Zustimmung des Aufsichtsrats geht gar nichts!“

Das Gesetz, der Corporate Governance Kodex, Satzungen, Geschäftsordnungen für den Aufsichtsrat bzw. Geschäftsordnungen für die Geschäftsführung sehen die zwingende Zustimmung des Aufsichtsrats vor.

In der Praxis dominieren die Vorstände. Für CEOs ist es meist maßgeblich, das Unternehmen in eine neue Größenordnung und Liga zu führen bzw. „Fußabdrücke zu hinterlassen“.

Bei einer Fusion im Bankwesen war ich an maßgeblicher Stelle involviert. Die vertieften betriebswirtschaftlichen, volkswirtschaftlichen und auch politischen Analysen wurden in neun Monaten ausgearbeitet. In den 20 Jahren im Top-Management habe ich zahlreiche M&A-Prozesse von den verschiedensten Seiten erlebt. Als Vorstand der übernommenen Gesellschaft, aber auch als Übernehmer. Danach war ich als Berater und Begleiter, wie auch in *Post-merger-Integrationsprojekte* nach schon durchgeführten Übernahmen, involviert.

So gut wie allen Projekten war Folgendes gemein:

- Die Vorbereitungszeiten von M&A-Projekten sind meist kurz.
- Die Projekte stehen unter einem enormen Zeitdruck.
- Die Vorgaben sind oft willkürlich.
- Persönliche Motive spielen eine – oft spät erkannte – wichtige bis sogar entscheidende Rolle.
- Das „Rechenwerk“ wird nicht unbeeinflusst erstellt und die Zahlen und Fakten pro Fusion werden nicht selten übergewichtet.
- Beteiligungsaustauschverhältnisse sehen in der Nachbetrachtung „anders“ aus.
- Die gewünschten Ergebnisse wurden zu meist nicht erreicht.
- Den sogenannten weichen Faktoren wurde von Beginn an zu wenig Bedeutung beigegeben.

M&A-Vorhaben wohnt anfangs eine große Vertraulichkeit inne. Nur wenig Ausgewählte werden in das Vorhaben einbezogen. Somit laufen die ersten Recherchen auf einer zu wenig vertieften Ebene.

Der Aufsichtsrat wird oft erst spät involviert. Zumeist liegen dann schon die Ergebnisse vertiefter Prüfungen vor. Due-Diligence-Prozesse betreffen die Betriebswirtschaft (*commercial, operational* und *financial due diligence*), den Markt, die rechtlichen und steuerlichen Fragen, Markenrechte etc.

Wären all diese Due-Diligence-Verfahren so erstklassig, wie sie ausgegeben werden, würden die M&A-Statistiken ein ganz anderes Bild zeigen. Aber das Gegenteil ist der Fall.

Die Mehrheit aller Fusionsprojekte scheitert bzw. verläuft nicht zufriedenstellend.

Diese Erkenntnis ist nicht neu. Die weltweiten und nationalen M&A-Statistiken zeigen, dass nur ganz wenige Zusammenschlüsse den gewünschten Erfolg bringen. Die Zielfor-

Die Mehrheit aller Fusionsprojekte scheitert bzw. verläuft nicht zufriedenstellend.

Dos and Don'ts im Aufsichtsrat

mel „1 + 1 = 3“ wird nur in Ausnahmefällen erreicht.

Für den Aufsichtsrat bedeutet dies Folgendes (demonstrative Aufzählung):

- möglichst frühzeitige Involvierung in M&A-Projekte;
- intensive Befassung schon ab den ersten Plänen;
- Annahmen hinterfragen;
- besonders kritisches Hinterfragen der Alternativen;
- die „wahren“ M&A-Motive aufspüren;
- Vorstandsangaben mit einer gebotenen Skepsis begegnen;
- Interessenkonflikte ausloten und aufzeigen;
- Unterlagen auf Vollständigkeit hinterfragen;
- Auftraggeber und Ziele von externen Gutachten prüfen;
- von der Möglichkeit Gebrauch machen, zusätzliche oder eigene Expertisen einzuholen;
- die weichen Faktoren thematisieren;
- nicht betriebswirtschaftliche Fusionsziele einfordern;
- Kundennutzen thematisieren und in den Vordergrund stellen;
- Auswirkungen auf die Mitarbeiter und Führungskräfte erfragen;
- Auswirkungen auf Lieferanten berücksichtigen;
- im Falle des Gelingens des *merger* schon vorab eventuelle schriftliche oder auch mündliche Zusagen, Prämien, Vergünstigungen aller Art erfragen;
- Dokumentation der Annahmen und Ziele;
- Dokumentation der wesentlichen Aussagen;
- ausdrückliches Hinterfragen, worüber nicht informiert wurde und was zu wissen wesentlich ist;
- ausdrückliches Hinterfragen, ob und was verschwiegen wurde.

5. IN DER NOT (ANDERER) LÄSST SICH AUSSERGEWÖHNLICH GUT VERHANDELN

Ein Beispiel, wie man eine Vorherrschaft ohne die entsprechende Stimmenmehrheit einnehmen kann, demonstrierte der Finanzinvestor KKR bei seinem geplanten Einstieg beim kriselnden Marktforschungsunternehmen GfK.

Obwohl der Investor lediglich 18,54 % der Aktien aufkaufen will, räumt ihm der bisherige und zukünftige Mehrheitsaktionär ungewöhnlich weitreichende Mitspracherechte ein. Der GfK-Verein, der seine Aktienmehrheit von 56,46 % behalten will, und KKR sollen unabhängig von der Beteiligungshöhe in der GfK gleiches Stimmrecht haben. In bestimmten Fällen soll KKR als Minderheitsaktionär sogar alleine bestimmen dürfen!

6. DER AUFSICHTSRAT HAT BZW HÄTTE DIE FUSIONSMACHT!

Die Zustimmung des Aufsichtsrats zu Fusionen ist essenziell und entscheidet maßgeblich über die Zukunft des Unternehmens, seiner Mitarbeiter, Kunden und Stakeholder!

Diese vermeintliche Binsenweisheit ist in der Praxis noch zu wenig verankert.

Die Anzahl der an den Vorstand mangels entsprechender Qualität bzw Entscheidungsreife zurückverwiesenen Anträge lässt sich deutlich erhöhen. Oftmals wird in Fusionsangelegenheiten unter einem Zeitdruck agiert, den Aufsichtsräte nicht einfach hinnehmen müssen. Dem Argument des Vorstands, dass eine bestimmte Übernahme nicht erfolgen kann, wenn der Aufsichtsrat nicht sofort zustimmt, ist mit gebotener Vorsicht zu begegnen.

Aufsichtsräte von „schiefgegangenen Fusionen“ verwenden im Nachhinein einen x-fach höheren Zeitaufwand für die Diskussion und Erörterung, warum Erwartungen und Entwicklungen so nicht eingetreten sind.

Wenn eine Fusion unter einem angeblich so großen Zeitdruck steht, dann sind vorab entscheidende Fehler passiert. Entweder hat man den Aufsichtsrat viel zu spät kontaktiert und involviert oder die Eile hat „besondere Gründe“.

Das „Nein-Sagen“ im Aufsichtsrat will überhaupt gelernt sein, bei M&A-Projekten sollte es im Basisrepertoire eines professionell agierenden Aufsichtsrats enthalten sein.

Die Erfahrung aus fehlgeschlagenen Fusionsprojekten unterstreicht, dass ein rechtzeitiges Nein viel Ärger, Kosten, Zeit und Ungemach erspart und die Zukunft nicht verbaut.

Die Zustimmung des Aufsichtsrats zu Fusionen ist essenziell und entscheidet maßgeblich über die Zukunft des Unternehmens, seiner Mitarbeiter, Kunden und Stakeholder!