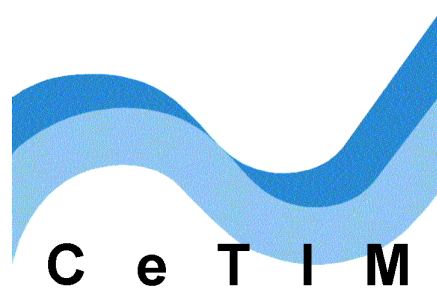


Working Papers

from



Center for Technology
and Innovation Management

Zur Bewertung vernetzter Unternehmen –Netzwerkbeziehungen und der Wert der Royal Numico N.V.–

ISSN 1617-738X

a prior version of the paper has been presented in the
ZfO, Zeitschrift Führung Organisation, vorr. 2001

CeTIM gGmbH

at the BW University in Munich
Werner-Heisenberg-Weg 39
85577 Neubiberg, Germany
Tel: +49 179/ 695 68 77
Fax: +49 179/ 333 695 68 77

<http://www.cetim.org>
info@cetim.org

CeTIM Foundation

at the Rotterdam School of Management
Plantsoen 97
2311 KL Leiden, The Netherlands
Tel: +31 (0)71 566 30 87
Fax: +31 (0)71 566 30 89

* Dr. Bernhard Katzy ist Professor an der Universität der Bundeswehr München und Gründer des Center for Technology and Innovation Management - CeTIM. Dr. Jörg Sydow ist Professor für Betriebswirtschaftslehre an der Freien Universität Berlin und Leiter der Forschungsgruppe „Unternehmensnetzwerke“. Dawn Aston ist Vorstand der Stiftung CeTIM an der Rotterdam School of Management und Ralf Helin ist Group Controller der Infant Nutrition Group der Royal Numico N.V. und Geschäftsführer von Milupa.

Der Marktwert insbesondere von technologieorientierten Unternehmen weicht immer stärker vom rechnerisch ermittelten Unternehmenswert ab. Börsen wie Entscheidungsträger in Unternehmen und Beratungsgesellschaften sind mit zunehmender Unsicherheit über den tatsächlichen Wert von Unternehmen konfrontiert. Der Beitrag untersucht konzeptionelle Grundlagen, die es ermöglichen sollen, diese Wertdifferenz zu erklären. Dies geschieht mit Hilfe der Analyse eines praktischen Falls: der Entstehung und Entwicklung der Royal Numico N.V. in den Jahren 1994-2000 und unter besonderer Berücksichtigung der Übernahme der deutschen Milupa AG. Ziel ist es, dazu beizutragen, die hier sichtbar gewordene theoretische Erklärungslücke im Unternehmenswert zu schließen und Entscheidungsträgern wie externen Auditoren zumindest eine verbesserte Argumentationsbasis zur Plausibilisierung von Wertgutachten zu liefern.

Die Analyse des Falles legt nahe, dass interpersonale wie interorganisationale Netzwerkbeziehungen wichtige Vorsteuergrößen der langfristigen Unternehmenswertentwicklung sind. Solche Beziehungen wirken jedoch nicht direkt, sondern bloß indirekt, indem sie neue Innovationsmöglichkeiten schaffen und die Geschwindigkeit von Innovationsprozessen verbessern. Innovation ist im Fall der Numico, einer im Wesentlichen technologieorientierten Unternehmung, der direkte und kurzfristige Treiber des Unternehmenswertes.¹

1 Problematik der Bewertung von Unternehmen und ein alternativer Lösungsansatz

Insbesondere für schnell wachsende Technologieunternehmen entfernt sich der Marktwert, wie er sich als Börsenwert manifestiert und bei Übernahmen gezahlt wird, immer weiter vom Wiederbeschaffungswert, wie er in der Bilanz festgestellt und nach geltenden Regeln der Wirtschaftsprüfung als Wert *„wie es steht und liegt“* zertifiziert werden muss. Standen Buch- und Marktwert der S&P 500 Firmen 1970 noch in einem Verhältnis von 1:1, so steht dieses Verhältnis im Jahr 2000 bei ca. 1:6. In Einzelfällen, z.B. bei Microsoft oder Cisco, kann das Verhältnis auch 1:25 betragen.² Es wundert daher nicht, dass Bilanzen ihrer Informationsfunktion für den Kapitalmarkt immer weniger gerecht werden und sich die Unsicherheit für Entscheidungsträger verstärkt. Nicht zuletzt können die zunehmenden Börsenschwankungen für Technologiewerte als Ausdruck auch dieser Unsicherheit gewertet werden.

Es gibt verschiedene Ansätze, die Differenz zwischen Buch- und Marktwert zu erklären. Eine Möglichkeit ist die Ermittlung des Ertragswerts, also des Unternehmenswerts als Barwert zukünftig erwarteter Gewinne. Ohne hier eine detaillierte Darstellung einzelner Verfahren geben zu können, stehen dafür die Barwertmethode und die Methode des Discounted Cash Flows (DCF) zur Verfügung.³ Diese setzen jedoch voraus, dass die zukünftigen Zahlungsströme geplant oder zumindest geschätzt werden können. In vielen Fällen ist dies aber nur eingeschränkt möglich, zum Beispiel wenn Umsätze eines noch in Entwicklung befindlichen Medikaments vorhergesagt werden müssen, ohne dass die Wirksamkeit geprüft und die Zulassung erteilt ist. Ähnlich verhält es sich in der Telekommunikationsbranche mit Einnahmen aus Telefon- und Internetanschlüssen. In solchen Fällen wird oft aus Durchschnittswerten der

Industrie mit Hilfe sogenannter Multiples (z.B. Wert je Telefonanschluss) auf den Wert des Unternehmens geschlossen.

Für alle Verfahren müssen – individuell oder als Industriedurchschnitt – die zukünftigen Zahlungsströme ermittelt werden, was häufig nicht wirklich gelingt. Insgesamt wird deshalb zunehmend eine mangelnde Genauigkeit und Vorhersagekraft dieser Ansätze beklagt. Dies wird auch bei den verschiedenen Bewertungsanlässen deutlich insbesondere, wenn Technologien einen großen Einfluß auf den Wert haben. So haben die Auktionen von UMTS-Lizenzen in verschiedenen Ländern beispielsweise zu völlig verschiedenen Preisen geführt. Hier stellt sich die Frage: Was sind die nachhaltigen Grundlagen des Unternehmenswertes? Was genau ist zu bewerten?

Es ist Ziel dieses Beitrags, Netzwerkbeziehungen als eine alternative konzeptionelle Grundlage für die Bestimmung des Unternehmenswertes zu nutzen. Die Analyse eines realen Übernahmefalles legt nahe, dass sich solche Beziehungen als Vorsteuergröße des Erfolges ⁴ beobachten und bewerten lassen. Wie Investitionen in Produktionsanlagen wirken sich aber Netzwerkbeziehungen nicht direkt auf den Unternehmenswert aus, sondern wirken (in der Analogie zur Produktivität) auf die Innovationsfähigkeit des Unternehmens, indem sie attraktive Entwicklungspfade ermöglichen. Auf diesen Entwicklungspfaden spielen, zumindest in technologieorientierten Industrien, Innovationen eine herausragende Rolle. Produkt- und Prozessinnovationen können daher als unmittelbare Steuergröße des Unternehmenswertes betrachtet werden (s. Abbildung 1).

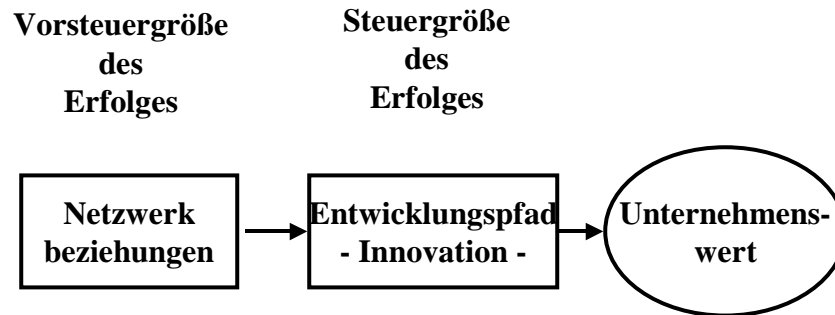


Abbildung 1: Netzwerkbeziehungen und Unternehmenswert

Wir knüpfen mit diesen Überlegungen an die Diskussion von Netzwerken als strategisch-organisatorische Lösung an, die sich insbesondere in Zeiten schneller Veränderungen der Wettbewerbsbedingungen als ökonomisch vorteilhaft erweisen soll.⁵ Im Einklang mit der evolutionsökonomischen Literatur kommt dem Unternehmer oder Broker⁶ die entscheidende wertschöpfende Funktion zu, durch Innovation jene Grunddynamik der Wirtschaft zu erzeugen, die schon von Schumpeter als Prozess der kreativen Zerstörung bezeichnet worden ist.⁷ Der hier vorgestellte Fall beschreibt die Bewertung eines fokalen Unternehmens⁸ im Netzwerk, von dem Innovation und Restrukturierung der Netzwerkbeziehungen ausgehen. Zur konzeptionellen Fundierung der Bewertung des Unternehmenswertes ist die Beschreibung der ökonomischen Wirkung unternehmerischer Innovationen nicht hinreichend. Vielmehr müssen die organisatorischen Voraussetzungen für zukünftige Innovation ermittelt und ihre Wirkung auf den Unternehmenswert beurteilt werden.

Organisatorische Routinen in Unternehmen, die auf die effiziente Nutzung von Netzwerkbeziehungen gerichtet sind, um stetig neue Geschäftsmöglichkeiten zu erschließen, sind dynamische Fähigkeiten⁹ und als solche beobachtbare, unmittelbare Steuergrößen für den Unternehmenserfolg. Der hier analysierte Fall legt nahe, dass diese dynamischen Fähigkeiten der Firma, neue – auch heute

noch nicht vorhersehbare – Geschäfte zu realisieren, beobachtbar und damit messbar ist ¹⁰

Im weiteren werden wir zunächst Konzepte einführen und motivieren, die einen Schlüssel zur Problematik der Bewertung von vernetzten Unternehmen liefern können. Der sich anschließende Hauptteil ist dem Bericht und der Analyse der Akquisition der deutschen Milupa AG durch die holländische Nutricia N.V. und der anschließenden Umwandlung in die Royal Numico N.V. gewidmet. Wir schließen den Beitrag mit einer Diskussion von Implikationen für die Managementpraxis.

2 Netzwerkbeziehungen und Unternehmenswert: Beziehungsarten und Entwicklungspfade

Eine Kernfrage der Bewertung von vernetzten Unternehmen ist die Beobachtbarkeit und Beschreibung von Netzwerkbeziehungen. *„Wir haben hier keine Netzwerke“* eröffnete Hans van der Wielen, Konzernchef der Royal Numico N.V., das Interview. Numico ist ein schnell wachsender Konzern, aber eben ein Konzern und kein interorganisationales Netzwerk unabhängiger Firmen, denn die Konzernspitze hat bei aller Autonomie der Tochtergesellschaften die prinzipielle Möglichkeit, Anweisungen zu geben und diesen durch organisatorische Regelungen und Personalmaßnahmen konzernweit Geltung zu verschaffen. ¹¹

Wenn denn auch, zumal noch bei einem Unternehmen der Nahrungsmittelindustrie, keine intensive Einbindung in extensive Netzwerke zu erwarten ist, dürften Netzwerke eine bedeutende, wenn auch vielleicht nicht so offensichtliche Rolle spielen. Tatsächlich profitiert Konzernchef van der Wielen in der Vorbereitung der wichtigsten Akquisitionen ebenso wie in den sich jeweils anschließenden Integrationsprozessen erheblich von seinen personalen Beziehungen. Und auch intensive Beziehungen zu Meinungsführern bei den

Medizinern, ebenso wie gute Beziehungen zu Vertriebspartnern, werden von allen befragten Managern als eine wesentliche Investition bezeichnet.

Netzwerke sind immaterielle, oft unerkannt bleibende und dennoch in der Praxis häufig genutzte Ressourcen, die – wie organisatorische Routinen, Erfahrungen des Managements oder Produkt- und Marktentwicklungskompetenz – nur sehr vermittelt Eingang in die Bilanz finden. Denn prinzipiell unterliegen solche Ressourcen als immaterielle Wirtschaftsgüter dem Bilanzierungsverbot des § 148 Abs. 2 des Handelsgesetzbuches. Gleichwohl haben Netzwerke als Vorsteuergrößen des Erfolges Einfluss auf zukünftige Gewinnoptionen und sind daher relevant, auch und gerade weil sie einen zeitlichen Vorlauf vor dem Erfolg haben.

Der Fall erschließt sich über die Entwicklung verschiedener Arten von Netzwerkbeziehungen. Zur Beobachtung der Netzwerkbeziehungen empfiehlt sich dazu die Differenzierung von zwei bzw. drei Beziehungsarten, die im praktischen Handeln der Akteure rekursiv miteinander verknüpft sind (s. Abbildung 2).

(Inter-) *Personale* Netzwerkbeziehungen entstehen in der Folge der Interaktion von Individuen, und zwar gleichgültig, ob der Interaktionsanlass im Privaten oder Geschäftlichen liegt. Personale Netzwerke sind in hohem Maße Vertrauensbeziehungen, wobei sich das Vertrauen in der Regel aus gemeinsamen Erfahrungen speist. Die Interaktion orientiert sich zudem an der für Netzwerke konstitutiven Norm der Gegenseitigkeit (Reziprozität).

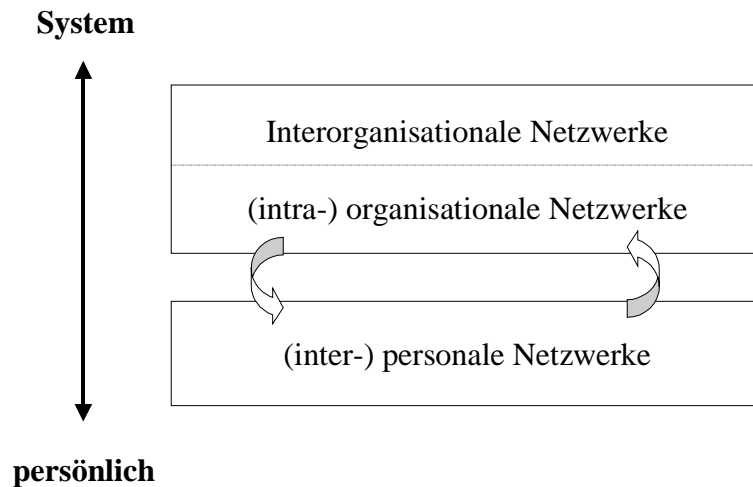


Abbildung 2: Beziehungsarten

Das systemische Gegenstück zu personalen Netzwerkbeziehungen sind *interorganisationale* Netzwerkbeziehungen oder „cooperative interorganizational relationships“.¹² Solche Beziehungen entstehen in Folge interorganisationaler Kooperation, sind Ergebnis oft komplexer Verhandlungen zwischen Organisationen, häufig mit hohen transaktionsaktionsspezifischen Investitionen verbunden und durch ein hohes Maß an Vertrauen gekennzeichnet. Auch die interorganisationale Kooperation orientiert sich an der Norm der Reziprozität.

Durch einen ebenso systemischen Charakter wie interorganisationale Netzwerke zeichnen sich auch (intra-) *organisationale* Netzwerke aus. Derartige Netzwerkstrukturen treten in Organisationen, die extensiv auf ein ‚networking‘ als Koordinationsmechanismus setzen, an die Stelle der internen Hierarchie oder ergänzen diese zumindest. Ebenso wie interorganisationale Netzwerkbeziehungen beruhen sie eher auf Selbstabstimmung und Vertrauen denn auf Fremdbestimmung und Kontrolle. Nur in einer idealtypischen Netzwerkorganisation können inter- und intraorganisationale Netzwerkbeziehungen nicht mehr unterschieden werden.¹³ In realen Netzwerkorganisationen, und auch in

Unternehmen wie Numico, treten diese drei Beziehungsarten in aller Regel gleichzeitig auf.

3 Der Fall Royal Numico N.V.

Die Forschungsmethode

Der untersuchte Fall erstreckt sich auf eine Periode extrem raschen Wachstums der im niederländischen Zoetermeer ansässigen Royal Numico N.V.. Numico ist im Untersuchungszeitraum durch eine Reihe von Übernahmen aus der Nutricia B.V. hervorgegangen. Weil das Unternehmen in dieser Zeit börsennotiert war und sich zudem zahlreiche Anlässe zur Erstellung von Unternehmens- und Markenwertgutachten boten, konnten wir bei der Fallanalyse auf umfangreiches empirisches Datenmaterial zurückgreifen. Von besonderem Interesse war in diesem Zusammenhang die Übernahme von Milupa, wurden doch aus diesem Anlass Gutachten mit großen Bewertungsunterschieden erstellt. Die erfolgreiche Übernahme des gleich großen Wettbewerbers führte zudem zu einem deutlichen, auch von Analysten nicht vorhergesehenen Anstieg des Werts der Nutricia-Aktie.

Die Fallstudie bezieht sich auf Entwicklungen bei Numico im Zeitraum von 1995 bis 2000. Nur solche Longitudinal-Fallstudien erlauben es, dynamische Phänomene zu studieren und einen Vergleich von Gutachten und tatsächlich realisierten Werten vorzunehmen. Die Fallanalyse basiert auf öffentlich verfügbaren Verlautbarungen und Analystenberichten. Außerdem standen nicht veröffentlichte Wertgutachten zur Verfügung. Vor allem aber wurden im Zeitraum November 1999 bis Juli 2000 acht leitfaden-gestützte Interviews von einer durchschnittlichen Dauer von 90 Minuten mit den an der Übernahme von Milupa beteiligten Managern, sowohl auf der Seite von Nutricia als auch von Milupa (sowohl noch im Unternehmen verbliebene als auch bereits ausgeschiedene

Manager), durchgeführt. Alle Interviews wurden aufgezeichnet, transkribiert und mit Hilfe der angesprochenen Konzepte (Innovation, Unternehmenswert, interpersonale und interorganisationale Netzwerke) analysiert.

Royal Numico N.V.: Gründung und Wachstum

Nutricia wird 1901 in den Niederlanden gegründet, um die Lebenschancen von unterernährten Säuglingen durch die Herstellung und den Vertrieb von Milch zu verbessern. Schon vor dem Ersten Weltkrieg entwickelt sich ein intensives Netzwerk mit Kliniken und Ärzten, um durch Forschung und Entwicklung die hohe Qualität der Milch und der Milchprodukte zu erreichen. Und schon in dieser Zeit nutzt Nutricia das Wissen über Wirkungszusammenhänge in Nahrungsmitteln zur Herstellung weiterer Diätprodukte für den klinischen Einsatz. Nach dem Zweiten Weltkrieg entwickelt sich Nutricia mehr und mehr zu einem technologiebasierten Hersteller von Spezialnahrungsmitteln. Ein Forschungslabor wird eingerichtet, das neben der Produktforschung auch die Entwicklung von Produktionsverfahren ermöglicht. 1950 werden erste Diätberater eingestellt, um die Betreuung von Kliniken, Ärzten und Krankenschwestern zu sichern.

Bereits 1924 übernimmt Nutricia eine erste Fabrik im Ausland und beginnt damit eine sich kontinuierlich entwickelnde Serie von internationalen Akquisitionen. Aus dieser Serie stechen drei Akquisitionen aufgrund der Größe und strategischen Bedeutung hervor: Zunächst die Akquisition von Cow & Gate in England im Jahr 1981, später dann die Übernahme von Milupa und der GNC.

Zu Beginn der 1990er Jahre ist Nutricia bereits einer der starken europäischen Wettbewerber im Markt für Säuglingsnahrung. Sinkende Geburtenraten und starke Bindungskräfte an Marken, ermöglichen jedoch nahezu kein internes Wachstum mehr. Nutricia zielt daher auf neue Märkte in Osteuropa, wo seit dem Zerfall der Sowjetunion zahlreiche Übernahmen getätigt werden. 1995 folgt die Katzy, Sydow, Aston, Helin

Übernahme der damals etwa gleich großen deutschen Milupa AG, die in Produkten und Kompetenzen der Nutricia sehr ähnlich ist.

Am 15. Januar 1998 entsteht die an der Amsterdamer Börse notierte Royal Numico N.V. mit 28.500 Mitarbeitern in über einhundert Ländern. Der aus den drei Namen *Nutricia*, *Milupa* und *Cow & Gate* gebildete neue Firmenname macht deutlich, dass Numico ihren Ursprung in den drei europäischen Vorgängerunternehmen hat. Im Jahr 1999 übernimmt Numico schließlich die amerikanische General Nutrition Cos. Inc. (GNC) für 2.5 Mrd. US Dollar. Diese freundliche Übernahme verdoppelt ein weiteres Mal Umsatz, Zahl der Beschäftigten und Wert der Numico.

Die Übernahme von Milupa

Am 1. Oktober 1995 übernimmt Nutricia seinen Hauptkonkurrenten Milupa für ca. 800 Mio. DM von der Altana AG. Milupas Babynahrungssparte (58% des Umsatzes) ist zu diesem Zeitpunkt ebenso groß wie Nutricias. Milupa ist, wie Nutricia, einer der führenden Babynahrungshersteller Europas und beliefert genau diejenigen nationalen Märkte, die Nutricia bis zum Zeitpunkt der Übernahme nicht besetzen konnte. In den Jahren 1994/95 hat Milupa allerdings deutliche Margen- und Ertragsverluste verzeichnen müssen, die mit den hohen Lohnkosten, mit einem Produktionskostennachteil von ca. 25% gegenüber Nutricia, und EBIT Verlusten beim Eintritt in den Markt für Kleinkinder Fertignahrung in Analystenberichten erklärt werden ¹⁴. Zum Zeitpunkt der Übernahme verzeichnet Milupa sogar operative Verluste. Im direkten Vergleich von Milupa und Nutricia lassen sich u.E. entscheidende Unterschiede der Vorsteuergrößen des Erfolges erkennen, sowohl im Marketing- als auch im Entwicklungsbereich.

Netzwerkbeziehungen im Marketing: Kompetente Pflege vs. sträfliche Vernachlässigung

Hans van der Wielen erklärt die Schwierigkeiten der Milupa mit deren letztem Topmanagement, welches fünf Jahre vor der Übernahme grundlegenden Umstrukturierungen unterworfen war. In Folge hatten sich die Beziehungen zu wichtigen externen Partnern im medizinischen Umfeld, insbesondere zu Ärzten und Krankenhäusern, sowie zu den Vertriebspartnern deutlich verschlechtert.

„Wir verbringen viel Zeit mit der Pflege unserer Beziehungen. Natürlich brauchen Sie die richtigen Produkte – Produkte, die der Markt will, aber mehr und besserer Regalplatz ist essentiell. (Nutricia Manager)“

„Wir brachten einige Old-Hands von Milupa zurück“ erinnert sich van der Wielen. Diese waren dem Nutricia-Management als Experten bekannt, obwohl sie zum Teil schon einige Jahre im Ruhestand waren. Mit ihrer Hilfe und ihrem Einsatz gelang es, die interorganisationalen Beziehungen zu den Vertriebspartnern zu reaktivieren.

Personale Beziehungen spielen hierbei, wie in allen Teilen der Numico-Organisation und auch in der Branche, eine wichtige Rolle, bilden oft die Basis für die Entwicklung erfolgreicher Geschäftsbeziehungen:

*„Ich bin zwar kein Arzt, ich bin nicht besonders begabt dafür, aber ich kann immer noch mit jemandem aus der medizinischen Industrie zu Mittag essen, einfach um mit ihm zu sprechen“
(heutiger Milupa Mitarbeiter)“*

Vertrauensverhältnisse wurden zum Beispiel als ausschlaggebend für die Begrenzung des Schadens und Umsatzrückganges nach einer Produktverunreinigung bei Nutricia zu Beginn der 90er Jahre angeführt. Ein nahezu gleichzeitiger Skandal um Zahnschäden, die durch den Konsum von Katzy, Sydow, Aston, Helin

Babytees verursacht wurden, bescherte Milupa große Image- und Umsatzeinbußen, obwohl später gerichtlich die Unschuld des Unternehmens festgestellt wurde.

Ich glaube nicht, dass Sie den Wert von Beziehungen kalkulieren können, aber die Verschlechterung über Zeit können Sie einfach messen. Wenn z.B. ein wichtiger Einzelhändler entscheidet, 50% Ihres Sortiments zu stoppen, das können Sie kalkulieren. (Nutricia Manager)

In einem weiteren Fall, der Übernahme von Zonnatura, einer traditionsreichen holländischen Lebensmittelfirma, nutzte Numico seine Marketingnetzwerke für die Wiederbelebung der Produkte:

„Ihre Marketing- und Verkaufsorganisation, das ist, wie Sie die Produkte zum Verkaufsschlager in den Regalen machen“ (Numico Manager).

Innovationsnetzwerke: Guter Standard vs. exzellentes Beziehungsmanagement

Milupa wie Nutricia haben eigene Forschungszentren in Friedrichsdorf bei Frankfurt bzw. Wageningen. Beide Firmen sind Technologieunternehmen, denn ihre Produkte basieren im Kern auf wissenschaftlicher Erkenntnis über die Zusammensetzung von Muttermilch und der Wirkung von Nahrungsmittelbestandteilen auf Patienten unterschiedlicher Krankheitsbilder. Gleichwohl sagt ein Milupa-Manager:

„Ich glaube immer noch, dass Milupa im Vergleich zu unseren Wettbewerber die besseren Erfindungen machte, aber Nutricia tat Dinge, die viel innovativer waren, zum Beispiel die Art und Weise, in der sie ihre externen Beziehungen handhaben.“

Nahrungsmittelhersteller wie Nutricia und Milupa sind zwar typischer Weise vertikal integrierte Unternehmen und deshalb weit von der Rolle eines bloßen Netzwerkbrokers entfernt. Die (relative) Vernachlässigung der Pflege der Netzwerkbeziehungen durch Milupa vor der Übernahme durch Nutricia zeigt allerdings, dass Netzwerkbeziehungen gleichwohl auch bei diesen Unternehmen eine bedeutende Rolle als Vorsteuergröße des Erfolgs zukommt.¹⁵

Im Prozess der Akquisition wie der Integration von Milupa wird weniger der Wert interorganisationaler Netzwerkbeziehungen als vielmehr interpersonaler Beziehungen deutlich. Im Fall der Integration bilden sie die Basis für die Entwicklung eines intraorganisationalen Netzwerks, das für Nutricia charakteristisch ist und nun auch Milupa mit einbezieht und dort an die Stelle der zum Zeitpunkt der Übernahme als *„sehr deutsch, ein bisschen hierarchisch und nicht besonders unternehmerisch“* (Numico Manager) bezeichneten Struktur tritt.

Die Akquisition von Milupa durch Nutricia: Informationsvorsprung durch interpersonale Beziehungen

Alle Interviewpartner bestätigen die Bedeutung starker personale Beziehungen von Konzernchef van der Wielen für die Akquisition der Milupa. Bereits seit vielen Jahren unterhält er Beziehungen zum Alteigentümer Altana. Diese werden im Vorfeld der Übernahme von Milupa aktiviert und erweisen sich, zusammen mit einer langjährigen intimen Kenntnis der Branche, als eine zentrale Quelle verlässlicher Informationen.

Die Integration von Milupa in Numico: Intraorganisationale Netzwerke statt Hierarchie

Der Integrationsprozess von Milupa in die Nutricia Organisation war in sechs Monaten weitgehend abgeschlossen, weit schneller als geplant, *„weil es gelungen sei, den administrativen Wasserkopf rasch zu entfernen“* (van der

Wielen im Interview mit Hetzel¹⁶. An die Stelle der traditionell stark hierarchisch geprägten Managementstrukturen der Milupa AG treten die Nutricia-typischen, horizontalen und lateralen, eben netzwerkartigen Kommunikationsstrukturen.

„Der bisherige Leistungsausweis des Managements“, analysiert die Börsenzeitung, ist dabei Grundlage des Urteils, dass Numicos Wachstumskurs auch in Zukunft erfolgreich sein werde und „Kursphantasie“ ermögliche¹⁷.

Die Bewertung der Numico

Abbildung 3 zeigt die auf August 1995 (=100) normierte Börsenbewertung von Numico (obere Kurve) im Vergleich zum AEX-Index der Amsterdamer Börse (untere Kurve). Bis zur Änderung der Firma 1998 ist der Kurs der Vereinigte Bedrijven Nutricia angegeben, aus denen Numico hervorging. Während sich der AEX im Betrachtungszeitraum um den Faktor 2,5 steigert, erhöht sich der Wert der Numico Aktie um den Faktor 3,75 und liegt damit deutlich über dem Durchschnitt der Amsterdamer Börse.

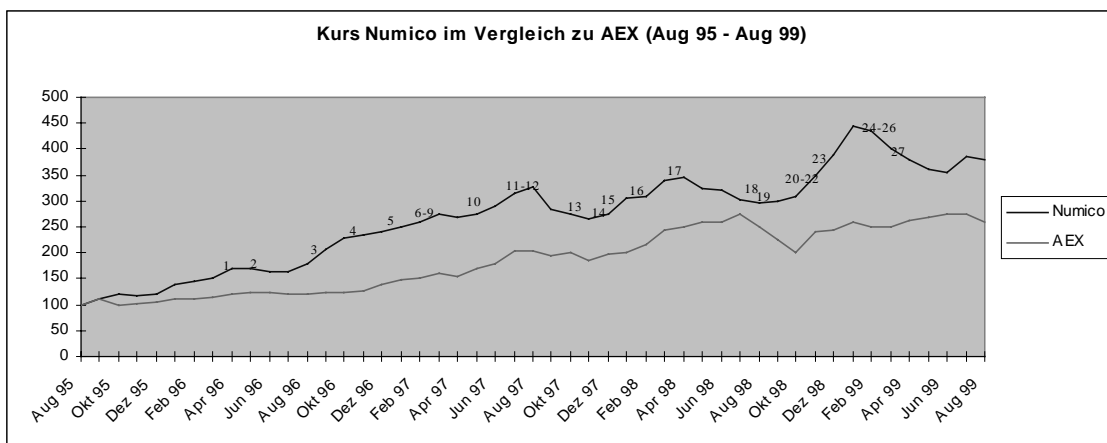


Abbildung 3: Börsenbewertung von Numico

Die eingetragenen Zahlen markieren die Zeitpunkte der hier nicht im einzelnen aufgeführten 27 (sic!) Übernahmen durch Numico. Dieser Pfad qualifiziert Numico als ein in dieser Zeit extrem schnell, im Wesentlichen durch Akquisitionen wachsendes Unternehmen¹⁸. Der kontinuierliche Strom von Akquisitionen wird begleitet von der Kommunikation der Wachstumsstrategie durch Numico Konzernchef Hans van der Wielen. Während diese bis 1995 auf die Erschließung neuer Märkte in (Ost-) Europa gerichtet ist, erstreckt sie sich seitdem in zunehmendem Maße auf den neuen Wachstumsmarkt für Nahrungsmittelzusatzstoffe (z.B. Vitamine)¹⁹.

In einem Ranking der Wirtschaftswoche, das mehrdimensionale Kriterien verwendet, wird Numico im Betrachtungszeitraum 1994-1999 zu den Wertschöpfungssiegern gezählt²⁰. Die Einzelkriterien dieses Rankings sind direkte Messgrößen des Erfolges: 'Total Shareholder Return', 'Value added on Equity', 'Real Return on Equity' und 'Cash-Flow Marge'.

Berichte weisen dabei auf die Bedeutung der außergewöhnlichen Fähigkeit des Numico-Managements, die Akquisitionen und anschließenden Integrationsprozesse zu beherrschen, ohne dass die Expansion die Eigenkapitalrendite belastet wird²¹. Im folgenden betrachten wir die Bewertung der für die Entwicklung der Numico besonders wichtigen Übernahme der Milupa AG im Detail.

Die Bewertung der Übernahme von Milupa: Mehr als Synergieeffekte

Die Übernahme von Milupa durch Nutricia wird in Wirtschaftspresse und Analystenberichten²² von Beginn an positiv bewertet, wofür offensichtliche Synergieeffekte sprechen. Abbildung 4 listet die Komplementarität der Absatzmärkte von

Synergien Milupa - Nutricia

	Marktbedeutung in Europa:		Einkauf / Produktion:
	MILUPA	NUTRICIA	
U.K.	M	N	MILUPA: Einkauf Spezialmilchpulver
NL	M	N	
B	M	N	
D	M	-	NUTRICIA: Sprühtürme = größere Wertschöpfung
A	M	-	
CH	M	-	
F	M	N	BEIDE: Spezialisierung in den Werken
I	M	N	
GR	M	N	
E	M	N	
P	M	N	
Osteuropa	M	N	

Abbildung 4: Komplementaritäten von Nutricia und Milupa aus der Sicht des Numico-Managements

Milupa und Nutricia auf der einen Seite sowie produktionstechnische Synergien auf der anderen Seite auf.

Durch die Eigenproduktion von Milchpulver bei Nutricia ist zudem eine höhere Wertschöpfung gegeben als bei Milupa, die den zentralen Rohstoff Milchpulver – und dies noch zu einem höheren Preis – zukaufen muss. Weitere Synergien ergeben sich durch Möglichkeiten zur größeren Spezialisierung der nun unter dem Dach von Numico verbundenen Fabriken.

Während sich diese Komplementaritätserwartungen im Ausmaß erfüllen, übertrifft die Höhe der Wertschöpfung und die Geschwindigkeit, mit der diese Synergien in nur wenigen Monaten erreicht, werden die Erwartungen deutlich. Der sich in Folge einstellende Anstieg des Aktienkurses ist u.E. allerdings nicht allein mit diesen Synergieeffekten und der Geschwindigkeit ihrer Realisation zu erklären, bei denen Netzwerkbeziehungen – wie gezeigt – eine gewisse

Bedeutung zukommt. Darüber hinaus spielen die beziehungsbedingten zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten und deren Kommunikation durch das Management eine zentrale Rolle für die Bewertung der Numico. Zwei solcher zunächst angekündigter und dann eingetretener Entwicklungspfade werden in den Übernahmen deutlich:

Vom holländischen Anbieter zum europäischen Marktführer

Der bereits in der ersten Hälfte der 1990er Jahre eingeschlagene Entwicklungspfad von einem im Kern holländischen Anbieter von Babynahrung zum Marktführer in Europa ist für das Numico-Management eng mit den Zwängen in der Nahrungsmittelindustrie und den Möglichkeiten von Übernahmen verbunden. Bevor der Alteigentümer von Milupa, die Altana AG, durch seine Verkaufsabsicht die Übernahmemöglichkeit bot, gilt Nutricia selber als Übernahmekandidat. Die vergleichsweise niedrige Marktbewertung der Nutricia übt zu diesem Zeitpunkt sogar einen gewissen Zwang auf das Managementteam aus, Milupa zu übernehmen, um die eigene Unabhängigkeit zu bewahren. Durch die hohe Kapitalisierung nach der Übernahme und Besonderheiten des holländischen Aktienrechtes wird tatsächlich ein erheblicher Schutz vor einer feindlichen Übernahme erreicht. Gleichzeitig wächst Nutricias Marktanteil in Europa auf nahezu 40% für Babynahrung; kartellrechtliche Bestimmungen verhindern ein weiteres externes Wachstum in diesem Marktsegment.

Vom Marktführer Babynahrung zum Technologieführer bei Nahrungsergänzungstoffen

Internes Wachstum im stagnierenden europäischen Markt für Babynahrung aber ist seit Mitte der 1990er Jahre wegen abnehmender Geburtenzahlen eh nicht zu erwarten, so dass ein weiteres Wachstum allein in außereuropäische Märkten oder durch neu zu entwickelnde Märkte zu erreichen ist. Insbesondere die

Forschungskompetenzen der Numico, größtenteils gebündelt im F&E-Zentrum Wageningen, bieten dazu Gelegenheiten. Voraussetzung dafür ist jedoch die Verwertung dieser Kompetenzen durch neue Produkte. Im Jahr 1999 wird die amerikanische GNC Inc. übernommen, die als außereuropäische Vertriebsorganisation eine gute Tradition und Marktposition im Bereich von Vitaminen und anderen Nahrungsmittelzusatzstoffen aufweist. Mit diesem Schritt wird weiteres Wachstum durch Innovation in einem stark wachsenden Markt ermöglicht.

Bei der Analyse der Fallstudie sticht ins Auge, wie schwierig es ist, solche Entwicklungspfade im Vorherein zu erkennen, und welche Rolle daher dem Management zukommt, sie zu interpretieren und durch geeignete Kommunikation sichtbar zu machen:

„Hans van der Wielen hat eine klare Botschaft. Er wiederholt sie zwei Jahre lang und auf einmal stelle ich fest, es ist Wirklichkeit geworden.“ (Numico Manager)

Abbildung 5 zeigt ein Beispiel der Kommunikation des Numico-Managements auf dem Wege zum Technologieführer von Nahrungsmittelzusatzstoffen. In der Übersicht für das Jahr 2000 sind Molkereiprodukte, die 1995 noch ein Drittel des Umsatzes erbringen, bereits getrennt ausgewiesen und deuten vielleicht sogar einen Ausstieg aus diesem Geschäft an.

Entwicklungspfad der Numico

1995		
Umsatz %		Mio Euro.
30	Molkereiprodukte und Drinks	232
44	Babynahrung	328
26	Enterale klinische Ernährung und andere Produkte	183
100		743
=====		=====
2000 (I. Halbjahr)		
52	Nahrungsergänzungsmittel	988
24	Säuglings- und Kleinkindernahrung	451
11	Enterale Ernährung	201
87	= Specialised Nutrition	1.640
13	Molkereiprodukte & Drinks	257
100		1.897
=====		=====

Abbildung 5: Der Numico Entwicklungspfad von Babynahrung zur Spezialnahrung

Managementimplikationen

Dieser Beitrag ist einer managementorientierten Untersuchung der Bewertungsdifferenzen zwischen Markt- und Buchwert von Unternehmen gewidmet, die sich insbesondere bei Technologieunternehmen ergeben und in der Regel auch bei Nutzung von ertragswertorientierten Bewertungsverfahren nicht vorauszusagen sind. Am hier dargestellten Fallbeispiel haben wir gezeigt, wie sich Netzwerkbeziehungen – auf interpersonaler Ebene wie auf interorganisationaler Ebene – als Vorsteuergrößen des zukünftigen Unternehmenserfolges identifizieren lassen. Zur Signalisierung und Realisierung der Erfolge sind jedoch oft, zumal in einer technologiebasierten Industrie wie insbesondere der der Nahrungsergänzungstoffe, Innovationen unabdingbar. Diese sind zwar von den vorhandenen Beziehungen und den einmal einge-

schlagenen Entwicklungspfaden abhängig. Gleichzeitig aber sind Netzwerkbeziehungen ein geeigneter Indikator für die Fähigkeit zur Innovation, sowohl im Bereich neuer Produkte als auch neuer Verfahren. Aufgabe des Managements ist es, diese Innovationspotentiale zu erkennen und tatsächlich auszuschöpfen, gegebenenfalls aber auch, die Entwicklungspfade im Sinne einer „path creation“ umzulenken.

Die Bewertung des Unternehmens auf der Basis seiner Netzwerkbeziehungen und den durch sie ermöglichten (und immer auch restringierten) Entwicklungspfaden lenkt frühzeitig die Aufmerksamkeit des internen Managements und von externen Bewertern auf wesentlichen Erfolgskomponenten, die sowohl beobachtbar als auch beeinflussbar sind. Konventionelle Methoden wie DCF berücksichtigen solche Chancen und Risiken eher implizit, indirekt und pauschalisiert. Risiken drücken sich beispielsweise in der Höhe von internen Zinsfüßen, kalkulatorischen Kosten oder dem β -Faktor aus. Die sie begründenden Chancen und Risiken werden so nicht explizit dokumentiert und müssen daher interpretiert werden, ehe Managementaktivitäten auf sie ausgerichtet werden können. Der Vergleich von Bewertungen zu verschiedenen Zeitpunkten wird unter diesen Umständen erschwert.

Marktbewertungen von Unternehmen bilden zukünftige Erfolgswartungen ab. Heutige Investitionen, auch in Entwicklung und Pflege von Netzwerkbeziehungen, sind eine notwendige Voraussetzung (wenn auch keine Garantie) für zukünftigen Erfolg. Untersuchungen zeigen, dass solche Vorsteuergrößen des Erfolges bis zu einigen Jahren vor dem Erfolg beobachtet werden können. Konkrete Hinweise ergeben sich in einer Studie von z.B. F&E-Investitionen, die nach einer Latenzzeit von ca. zwei Jahre in Unternehmenswachstum münden²³. Netzwerkbeziehungen schaffen Rahmenbedingungen für technische und organisatorische Innovationen, die in ähnlicher Weise lange

vor dem Unternehmenserfolg beobachtbar sind. Netzwerke sind jedoch keine Erfolgsgarantie, sondern abhängig von ihrer konkreten Aktivierung und Nutzung. Ein wertschöpfender Beitrag des Topmanagements ist zudem die verständliche Kommunikation realistischer Entwicklungspfade vor dem Hintergrund existierender Beziehungen.

Diese aller ersten Einsichten in ein komplexes Thema dürften für Unternehmen, die sich schon heute im Sinne eines Brokers weitgehend auf die Entwicklung der Marke und das Management eines extensiven Produktions- und Vertriebsnetzwerks beschränken (z.B. Benetton, Nike, Galoob), von noch größerer Bedeutung sein als für Unternehmen, die sich – wie Numico – noch durch eine relativ großer Leistungstiefe auszeichnen. Sie dürften von Interesse sein für das Management solcher Unternehmen genauso wie für all jene anderen Akteure, die ein Interesse an dem Wert (und damit an der Bewertung) vernetzter Unternehmen haben.

4 Summary

The market values of high-tech firms divert more and more from their book values, revealing a conceptual gap in theorizing on the value of an enterprise and leaving managers in decision making uncertainty. In this paper we make a conceptual contribution to assess the value of high-tech firms based on their networks of interpersonal and interorganizational relationships. Networks have the characteristics of assets, because they require investment, but do not directly generate revenue. However, they positively contribute to innovation and new business options, which is an observable direct profit generator. The approach is a local theory of the here reported longitudinal case of the creation and evolution of Royal Numico N.V. a now leading infant and special nutrition manufacturer.

5 Anmerkungen

- ¹ Der Beitrag entstand im Anschluss an eine Fallstudienpräsentation auf dem 54. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tag am 19. September 2000 in Berlin. Wir danken den Herren Dr. Karl-Heinz Maul und Ulrich Lorchheim von der PwC Deutsche Revision sowie Prof. Dr. Udo Wienand und Dr. Klaus Nathusius, den Leitern des Arbeitskreis ‚Unternehmerische Partnerschaften‘ der Schmalenbachgesellschaft, für ihre Unterstützung.
- ² Vgl. Lev, B. & Zarowin, P.: The boundaries of financial reporting and how to extend them, 1999, NYU.
- ³ Vgl. z.B. Spreemann, K.: Wirtschaft, Investition und Finanzierung. München 1995.
- ⁴ Vgl. Gälweiler, A. (1986), Unternehmensplanung: Grundlagen und Praxis, Frankfurt, Campus.
- ⁵ Vgl. Miles, R.E./Snow, C.C.: Organizations: New concepts for forms. In: California Management Review, 28. Jg. 1986, H. 2, S. 62-73; Goldman, S. L., Nagel, R. N., Preiss, K.: Agile Competitors and Virtual Organizations – Strategies for Enriching the Customer, New York 1995; Sydow, J.: Netzwerkbildung und Kooptation als Führungsaufgabe. In: Kieser, A./Reber, G./Wunderer, R. (Hrsg.): Handwörterbuch der Führung. 2. Aufl. Stuttgart 1995, Sp. 1622-1635.
- ⁶ Vgl. Miles, R.E./Snow, C.C., a.a.O.
- ⁷ Vgl. Schumpeter, J. A.: Capitalism, Socialism and Democracy. London 1943; Nelson, R. R./ Winter, S. G.: An Evolutionary Theory of Economic Change. Cambridge, Mass. 1982; Vgl. d’Aveni, R. A. (1994), Hypercompetition: Managing the Dynamics of Strategic Manoeuvring, New York, The Free Press.
- ⁸ Zur strategischen Position des fokalen Netzwerkunternehmens vgl. Axelsson, B. (1989), Supplier Management and Technological Development, in: Hakansson, H. (ed.), Industrial Technological Development - A Network Approach, Chippenham, Routledge, 128-176.
- ⁹ Vgl. Teece, D. J., Pisano, G. P., Shuen, A. (1997), Dynamic Capabilities and Strategic Management, Strategic Management Journal, 18 (7), 509-533.
- ¹⁰ Vgl. Murphy, M. (2000), Every Investor’s Guide to High-Techh Stocks & Mutual Funds, New York, Broadway Books.
- ¹¹ Zum Verhältnis von Konzern und Netzwerk vgl. Sydow, J.: Zum Verhältnis von Netzwerken und Konzernen – Implikationen für das strategische Management. In: Ortman, G./Sydow, J. (Hrsg.): Strategie und Strukturation – Strategisches Management von Unternehmen, Konzernen und Netzwerken. Wiesbaden 2001 (im Druck).
- ¹² Vgl. Ring, P.S./Van de Ven, A.H.: Developmental processes of cooperative interorganizational relationships. In: Academy of Management Review, 19. Jg. 1994, H. 1, S. 90-118.
- ¹³ Vgl. dazu den Überblick bei Sydow 1995, S. 1623 f.
- ¹⁴ Vgl. N.N. (1996), Nutricia / Milupa trägt schon zum Gewinnzuwachs bei. Resultate höher als erwartet., in: Handelsblatt, 01.04.1996, 23.
- ¹⁵ Dass interorganisationalen Beziehungen auch ein negativer Wert anheften kann, macht ein Beispiel aus dem – ansonsten hier nicht näher betrachteten – Beschaffungsbereich deutlich: Vor der Übernahme durch Nutritia bezieht Milupa Milchpulver, den Hauptrohstoff, auf der Basis eines langfristigen Liefervertrages mit einem externen Lieferanten zu einem deutlich höheren Preis als den Nutritia-üblichen Konditionen. Gleich

-
- nach der Übernahme wird dieser 'Hauslieferant' durch eine Nutria-eigene Milchpulverfabrik abgelöst.
- 16 Vgl. Ebenda.
- 17 Vgl. Hetzel, H. (1997a), Niederlande: Nutricia hat Milupa-Übernahme gut verdaut, in: Börsen-Zeitung, 02.04.1997, 13.
- 18 Vgl. N.N. (1995), Nutricia Company Report, Report, 31.08.1995, Barclays de Zoete Wedd Securities, Den Haag, 17.
- 19 Vgl. Hetzel, H. (1997b), Rekordergebnis für Nutricia - Namensänderung in Numico - Höhere Dividende und Aktiensplit, in: Börsen-Zeitung, 02.04.1997, 12; Syre, R. (1995), Nutricia wird größter Babynahrung-Hersteller in Europa, in: Finanz und Wirtschaft, 26.08.1995, 23; N.N. (1996), Nutricia / Milupa trägt schon zum Gewinnzuwachs bei. Resultate höher als erwartet., in: Handelsblatt, 01.04.1996, 23
- 20 Vgl. N.N. (1999), Erfolg in Wachstumsbranchen, in: Wirtschaftswoche, 26.8.1999, 70.
- 21 Vgl. Syre, R. (1995), Hetzel, H. (1997b), N.N. (1996), a.a.O.
- 22 Vgl. Sehe Hetzel, H. (1997a), . N.N. (1995), . N.N. (1996), Syre, R. (1995) a.a.O.
- 23 Vgl. Cookson, C. (2000), R&D Proving to be an Engine for Growth, in: Financial Times, Friday, September 15, 10-11.