Prof. Dr. Günter Müller-Stewens:

Mergers & Acquisitions als zyklisches Phänomen

DaimlerChrysler – kein Einzelfall

Der Fall DaimlerChrysler ist Teil einer beispiellosen Akquisitionswelle, die derzeit über die westliche Welt rollt. Es ist die fünfte Welle dieser Art. Doch noch nie wurden so viele Unternehmen gekauft bzw. verkauft und noch nie wurde so viel Geld dafür ausgegeben. Diese Welle macht auch vor der Automobilindustrie nicht halt, auch wenn es im Verhältnis zum Spitzenjahr 1991 (164 Käufe; 195 Verkäufe) 1999 nur noch etwa halb so viele Fälle sein werden, was etwa drei Prozent aller Käufe/Verkäufe unter deutscher Beteiligung entspricht.

Prof. Dr. Günter Müller-Stewens ist Professor für Betriebswirtschaft mit besonderer Berücksichtigung der Organisationslehre an der Universität St. Gallen. Darüber hinaus ist er geschäftsführender Direktor des Institutes für Betriebswirtschaft.



1. Einleitung

Ort des Geschehens von M&A ist der Markt für Unternehmenskontrolle: Dort werden die Unternehmen gehandelt. Ebenso wie an anderen Märkten ergibt sich das Preisniveau aus dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage, weshalb der für ein Unternehmen bezahlte Preis oft weit von dem Ergebnis der Unternehmensbewertung entfernt sein kann. Ebenso wie bei anderen Märkten hängt seine Effizienz wesentlich von seiner Transparenz und Freizügigkeit ab.

Mit dem Begriff der Unternehmenskontrolle wird das Recht verbunden, das Management der Ressourcen eines Unternehmens zu bestimmen, d.h. auch dieses Management zu bestellen, zu entlassen, seine Vergütung festzulegen usw. Bei einer Akquisition gehen diese Kontrollrechte vom erworbenen Unternehmen auf das Käuferunternehmen über. Dort hat man die Vorstellung, daß man die Ressourcen des Unternehmens wirkungsvoller nutzen könnte, als dies bislang der Fall war. Deshalb kann man den Markt für Unternehmenskontrolle auch als die *Arena* begreifen, in der *verschiedene Führungsteams um die Rechte zum Management der Ressourcen eines Unternehmens konkurrieren.*[1]

2. Historische Überblick

Will man einen historischen Blick auf das Thema M&A (Mergers & Acquisitions) werfen, so muß man den amerikanischen Markt analysieren, der die Wiege von M&A darstellt. Er besitzt auch – mehr denn je – eine klare Vorläuferfunktion für die Entwicklung in Europa. Werden dazu die vergangenen 100 Jahre betrachtet, so läßt sich schnell feststellen, daß M&A ein *zyklisches Phänomen* ist: Es sind bislang – wie in *Abb. 1* dargestellt – vier abgeschlossene Merger-Wellen zu identifizieren[2]: 1897 bis 1904, 1916 bis 1929, 1965 bis 1969 sowie 1984 bis 1990. Seit Mitte der neunziger Jahre ist wieder eine beträchtliche Zunahme der M&A-Aktivitäten in einer fünften Merger-Welle zu beobachten.

Die *erste Merger-Welle (1897-1904)* kann mit der »Industriellen Revolution« verbunden werden. Aufgrund der Einführung neuer Technologien waren erhebliche Überkapazitäten entstanden, die zu Preisverfall führten. Dem versuchte man durch eine große Anzahl *horizontaler Transaktionen* zu entgehen. In vielen Fällen führte dies zu einer Konsolidierung gesamter Industrien und daraus resultierenden monopolistischen Strukturen und Kartellen.

1 Diese Definition geht auf Jensen/Ruback (1983, S. 5) zurück: „... the market for corporate control is best viewed as an arena in which managerial teams compete for the rights to manage corporate resources".

2 Leider sind die historischen Merger-Statistiken nicht besonders zuverlässig, da man sich unterschiedlicher Quellen für einzelne Zeitabschnitte mit unterschiedlichen Erhebungskriterien bedienen muß. Die Daten in der Abb.1 stammen für 1895-1920 von Nelson (1959) (Manufacturing and mining sectors only; based on financial reporting), für 1921-1939 von Thorp, W.L.; Crowder, W.F., 1941 (Manufacturing and mining sectors only), für 1940-1962 von der Federal Trade Commission (1970, 1971) und für 1963-1999 aus der MergerStat Review.

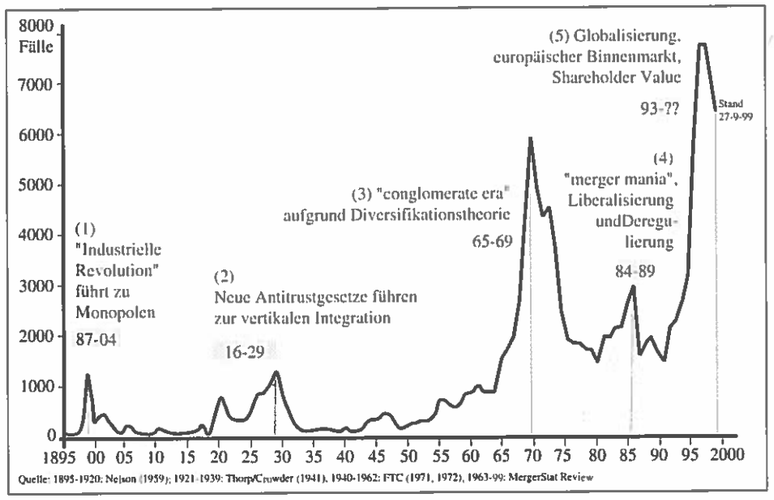


Abb. 1: Die fünf Merger-Wellen in den USA

Die Geburtsstunde vieler heutiger amerikanischer Blue Chip Unternehmen, wie z.B. Eastman Kodak, DuPont und General Electric, fällt in diese Periode der ersten Merger-Welle. Der *Börsencrash von 1904* und die sich anschließende Krise des Finanzdienstleistungssektors setzten den ausgeprägten M&A-Aktivitäten ein abruptes Ende.

Auch der *zweiten Merger-Welle (1916-1929)* lag das Streben nach marktbeherrschenden Positionen zugrunde, obwohl eine neu in Kraft gesetzte Kartellgesetzgebung der Bildung monopolistischer Marktstrukturen stärker entgegenwirkte. Zunehmend wurden im Bezug zum Erwerber in der Wertschöpfungskette vor- bzw. nachgelagerte Unternehmen erworben, was zu einer erhöhten *vertikalen Integration* der Wirtschaft führte. Während dieser Merger-Welle entstandene Unternehmen sind z.B. General Motors und IBM. Der Zusammenbruch der Börsen am *»Black Friday«* und die darauf folgende Weltwirtschaftskrise beendeten diese zweite Übernahmewelle.

Unter anderem Vorzeichen standen die *Übernahmeaktivitäten der sechziger Jahre (1965-1969)*. Eine Verschärfung der kartellrechtlichen Rahmenbedingungen, die enttäuschende Entwicklung vieler Akquisitionen sowie die in den sechziger Jahren populär gewordene *Diversifikationstheorie* ließen riesige *Konglomerate* entstehen. Entscheidungskriterien für die Aufnahme des Targets in das Beteiligungsportfolio des Erwerbers bildeten in erster Linie der Return on Investment und der zeitliche Anfall der Cash Flows. Als Beispiele können Gulf & Western, ITT oder Teledyne genannt werden. Aufgrund der angespannten Kapitalmarktsituation wurden Akquisitionen überwiegend durch Aktientausch finanziert. Erst der Tax Reform Act von 1969 sowie der *Einbruch an den Aktienmärkten Ende der sechziger Jahre* führte zu einer Abnahme der Zahl der Takeovers.

Ende der siebziger Jahre begann die bislang spektakulärste, *vierte Welle*, die wertmäßig 1988 ihren Höhepunkt erreichte. Unter dem Begriff *»merger mania«* war diese Welle auch ins Bewußtsein der Öffentlichkeit gelangt, da in einem großen Kaufrausch eigentlich alles gekauft wurde, was kaufbar war: französische Weinberge, New Yorker Wolkenkratzer etc.

Die *Liberalisierung der Monopolgesetzgebung* durch die Regierung Reagan ermöglichte in dieser Phase wieder Akquisitionen in der eigenen Branche und liberale Steuergesetze steigerten die Attraktivität von Unternehmenskäufen. Ferner bewirkte die *Deregulierungspolitik* tiefgreifende strukturelle Veränderungen der wettbewerblichen Rahmenbedingungen in vielen Branchen. Viele Unternehmen veräußerten einerseits ihre Randaktivitäten, um sich auf ihr Kerngeschäft zu konzentrieren. Andererseits engagierten sie sich auch in neuen Bereichen, um eine Basis für künftiges Wachstum zu schaffen. Gegenüber den primär finanziell motivierten Diversifikationen stand nun das Streben nach der Erschließung von Synergien im Mittelpunkt.

Eine wichtige Voraussetzung dieses starken Anstieges der M&A-Tätigkeit stellte die parallele Weiterentwicklung der Finanzmärkte dar. Der enorme Kapitalbedarf für die Realisierung der Übernahmen wurde vorwiegend durch die Aufnahme von Fremdkapital gedeckt. Die in den Vereinigten Staaten vorherrschende steuerliche Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital unterstützte die Durchführung sogenannter *»Leveraged Buyouts«* (LBO). Das klassische Beispiel für einen LBO bildete die damals größte Übernahme von RJR Nabisco durch Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR; CEO: Mikel Milken) im Oktober 1988 für 24,7 Mrd. US$.

Im Laufe der Jahre wurden allerdings immer waghalsigere LBO-Finanzierungen durchgeführt. Als die ersten LBO-finanzierten Unternehmen Konkurs anmeldeten, werden die Anleger auf die erhöhten Risiken der Junk Bonds aufmerksam und entschließen sich, ihre Titel abzustoßen, was 1989 zu einem massiven Einbruch der Kurse führte.

- Und drittens endeten bislang alle Wellen mit einem erheblichen, teilweise katastrophalen *Einbruch der Aktienmärkte*.

Auch am deutschen Markt war seit 1982 bis 1989 ein stetiger Anstieg der Unternehmensübernahmen von etwa 1.000 auf 3.000 Fälle im Jahr unter deutscher Beteiligung zu verzeichnen. Seither hat sich der Markt bei gut 2.000 Fällen eingependelt (siehe *Abb. 3*).

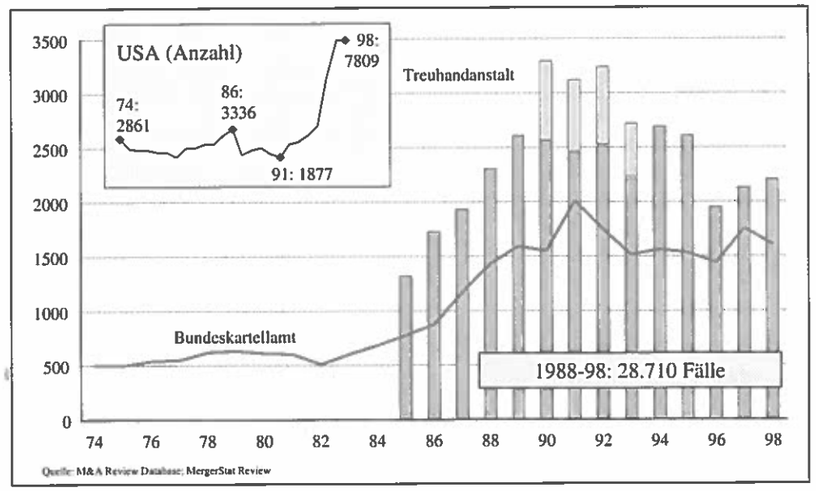


Abb. 3: Transaktionen unter deutscher Beteiligung (Quelle: Bundeskartellamt)

Vergleicht man diese Entwicklung mit den USA, dann wird schnell klar, daß der dortige M&A-Boom (bislang) nicht annähernd in Europa stattgefunden hat. Während sich in den USA seit dem Tief im Jahr 1991 die Anzahl der Transaktionen mehr als vervierfachte und das Volumen sich versiebzehnfachte hat man es hier nur mit einem leichten Anstieg zu tun, auch wenn es in Europa eine Reihe spektakulärer Großtransaktionen gegeben hat.

Seit Anfang 1988 konnten bis Ende 1998 28.710 Unternehmenstransaktionen unter deutscher Beteiligung registriert werden. Einige Merkmale des deutschen Marktes seien an dieser Stelle kurz vorgestellt:

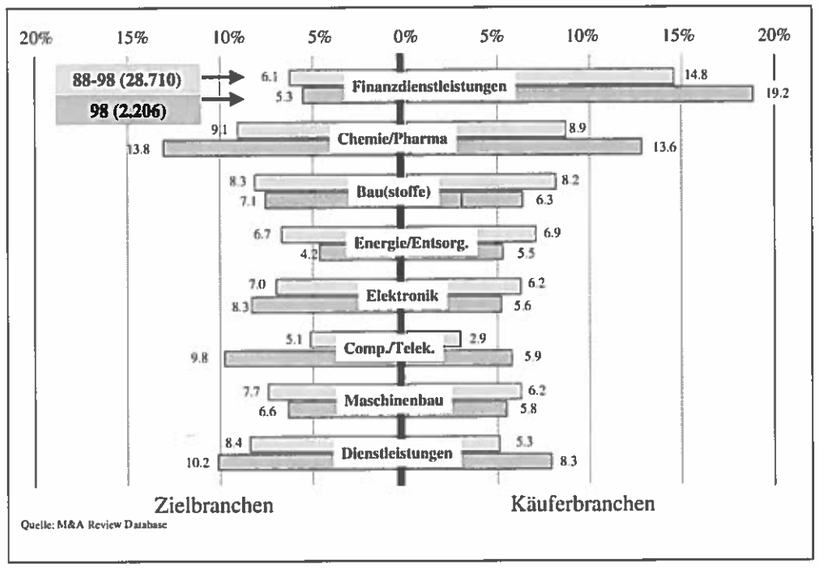


Abb. 4: Transaktionen unter deutscher Beteiligung nach Käufer- und Zielbranchen

- Etwa ein Drittel der Akquisitionen führt über die Landesgrenzen. Dabei ist heute die USA eindeutig wichtigster Marktpartner in beide Richtungen.
- Die aktivste Branche ist derzeit – neben den Finanzdienstleistungen – Chemie/Pharma. Stark zugenommen haben auch die Transaktionen im Bereich Computer/Telekommunikation und Dienstleistungen (siehe *Abb. 4*)
- Nimmt man in einer Branche den Anteil der internen Käufe (d.h. das Ziel liegt in der gleichen Branche) an der Gesamtzahl der Käufe als Ausdruck des Konzentrationsgrades, dann zeigen sich auch hier große Unterschiede. Während z.B. bei den Versicherungen 1988-1998 im Durchschnitt 57 Prozent (1998: 69 Prozent) aller Transaktionen die eigene Branche im Visier hatten (23 Prozent gingen in den Finanzdienstleistungssektor), waren dies in der Medienwirtschaft 85 Prozent (1998: 77 Prozent) (siehe *Abb. 5*).

Diese vierte Merger-Welle war auch dadurch gekennzeichnet, daß die Rolle des aktiven Investors nach fast 50-jähriger Abwesenheit wiederbelebt wurde. Vorbei am Management wurden sogenannte »tender offers« direkt den Aktionären unterbreitet, die ihre Aktien mit einem Premium versehen an den Bidder abtreten sollten. So kam Konkurrenz in den Top-Management-Arbeitsmarkt, da nun ein anderes Team mit einem anderen Konzept in Wettbewerb mit dem existierenden Management trat. Stellt sich das Management dagegen, dann spricht man von einem *»unfreundlichen Übernahmeangebot«* (»hostile takeover offer«).[3] Idee war es dabei teilweise auch, unterbewertete Unternehmen nach der Übernahme »aufzubrechen«, um sie dann einzeln mit einem summarischen Mehrwert wieder weiterzuverkaufen (»corporate raider«). Eine neue Generation aktiver Investoren wollte sich die aus ihrer Sicht in »Konzernpalästen« verloren gegangenen Werte wieder zurück holen.

Diese Entwicklung in den 80er-Jahren ist auch die Wurzel des heute in Europa immer mehr zur Anwendung gelangenden *neuen General-Management-Modells* mit seinen Grundkomponenten:

1. Ausrichtung auf die Gesamtkapitalrendite zum besseren Leveraging der Finanzstrukturen,
2. substantielle Beteiligung des Managements am Aktienkapital,
3. »Results-based leadership«,
4. erfolgsbezogene Entlohnung,
5. Unterbindung von Überkreuzsubventionierungen zwischen Geschäftsfeldern durch eine Dezentralisierung der Geschäftsfeldverantwortung in diversifizierten Unternehmen bis mindestens auf die zweite Managementebene sowie
6. Kostenreduktionsprogramme (oft in Form von Personalabbau und Geschäftsprozeßoptimierungen zur Verbesserung der »cost-efficiency rate«).

Nach den eher finanziell getriebenen Transaktionen der vierten Welle kam in den Folgejahren den strategischen Gesichtspunkten ein immer größerer Stellenwert zu. Nach einem vorübergehenden – auch konjunkturell bedingten – Rückgang des kumulierten Transaktionsvolumens Anfang der neunziger Jahre ist der Markt für Unternehmenskontrolle seit Mitte der Dekade wieder in Rekordstimmung. Das Jahr 1998 stellte einen absoluten Höchstpunkt der weltweiten M&A-Aktivitäten mit einem kumulierten Transaktionsvolumen von 2.105 Mrd. US$ dar, was einer Versechsfachung bezogen auf 1992 entspricht. Diese Entwicklung hielt auch 1999 an (siehe *Abb. 2*).

Diese fünfte Welle ist insbesondere durch oft globale Mega-Deals gekennzeichnet, die – vom Volumen her betrachtet – teilweise dreimal so groß sind, wie die größten Deals der vierten Welle. Um solche Volumen überhaupt noch finanzieren zu können, erlangte das Bezahlen mit Aktien oder der Aktientausch einen besonderen Stellenwert. Unter dem Titel »High yield debt« wurden auch die Hoch-Risiko-Finanzierungen wiederbelebt.

Treibende Kräfte dieser *fünften Merger-Welle* sind die fortschreitende Globalisierung der Wirtschaft, die Schaffung des europäischen Binnenmarktes und die im Rahmen der zunehmend wertorientierten Unternehmensführung erforderliche Ressourcenallokation bei Großunternehmen und Unternehmen des gehobenen Mittelstandes.

3. Vergleichende Betrachtung

Vergleicht man die vier abgeschlossenen Wellen miteinander, so zeigen sich eine Reihe interessanter Aspekte:

- Erstens wird der Abstand zwischen den Wellen kleiner und die Wellen schlagen immer höher;
- Zweitens führten Verschärfungen der Antitrustgesetzgebung am Ende einer Welle meist zu *Ausweichmanövern* in andere Diversifikationsrichtungen, die dann die nächste Welle prägten;

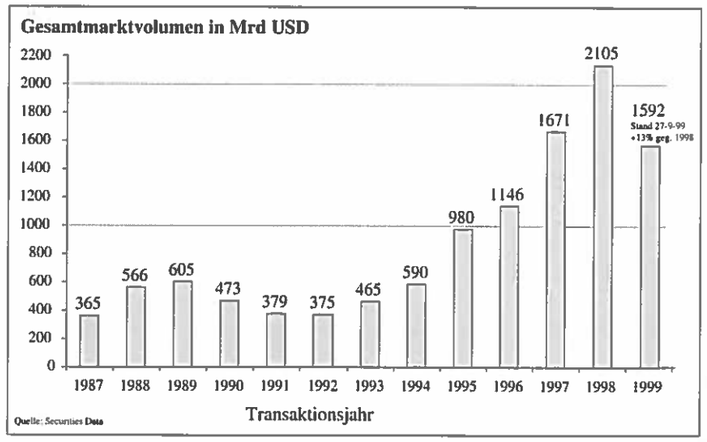


Abb. 2: Weltweite M&A-Aktivitäten

3 Bei den 35.000 in den Jahren 1976-1990 in den USA gezählten Transaktionen waren 364 »unfreundlich« (1 Prozent) und bei nur 172 davon gelang die Übernahme (vgl. Jensen, M.C., 1992, S. 657).

- Bei einer Analyse der Größenklassen von Käufern und Verkäufern zeigt sich, daß die TOP-272-Unternehmen 1998 etwa 46 Prozent aller Käufe tätigten und daß in 19 Prozent aller Fälle im Jahr 1998 das Target größer war als der Käufer (siehe *Abb. 6*).

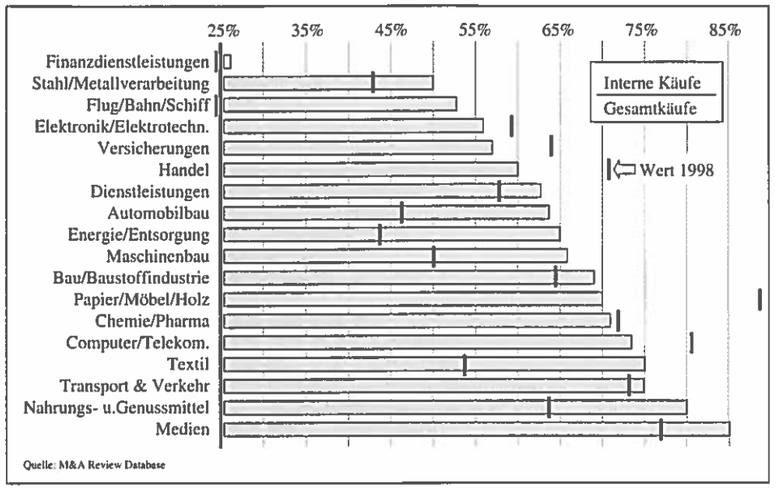


Abb. 5: Konzentrationsgrade 1988-98 und 1998 bei deutschen Transaktionen

4. Transaktionen in der Automobilindustrie

Tabelle 1 zeigt die Entwicklung der Transaktionen unter deutscher Beteiligung auf:

- Bei der Anzahl der Käufe in der Automobilindustrie wurde im Jahr 1991 der Höhepunkt mit 164 Transaktionen erreicht. Dies entspricht 5,3 Prozent aller 1991 unter deutscher Beteiligung getätigten 3.113 Transaktionen. Danach ergibt sich ein rückläufiger Trend.
- Ähnlich ist der Trend bei den Verkäufen. Dabei fällt auf, daß tendenziell etwas mehr in die Automobilindustrie hineingekauft wurde, als daß sie als Käufer auftrat.
- Der Anteil der Käufe in die eigene Branche beträgt im Schnitt 64 Prozent. Wichtige andere Zielbranchen von Käufern aus der Automobilbranche waren 1988-1998 der Maschinenbau (79 Fälle), Elektrotechnik/Elektronik (55) und die chemische Industrie (41).

Target: / Käufer:	0-50	>50-500	>500-3.000	>3.000-12.000	>12.000	Summe	Anzahl Unternehmen in der Grössenklasse
0-50 Mio DM	1%	1%	2%	0%	0%	4%	2.784.398 (99,5%)
>50-500	9%	6%	5%	2%	0%	22%	12.071
>500-3.000	4%	11%	8%	5%	0%	28%	1.018
>3.000-12.000	4%	4%	4%	1%	4%	17%	209
> 12.000	3%	6%	6%	8%	6%	29%	63
Summe	21%	28%	25%	16%	10%	100%	2.797.759

Quellen: M&A Review Database 1998, Statistischer Bundesamt (Umsatzsteuerstatistik 1997)

Abb. 6: Größenklassen deutscher Transaktionen

Jahr	Käufe		Verkäufe		Käufe in der Branche	
	absolut	% aller	absolut	% aller	absolut	% d. Käufe
1988	72	3,1	88	3,8	40	56
1989	84	3,2	110	4,2	55	56
1990	162	4,8	185	5,5	100	62
1991	164	5,3	195	6,3	108	66
1992	121	3,7	127	3,9	80	66
1993	92	3,5	100	7,1	63	68
1994	109	4,2	112	4,3	81	74
1995	96	3,7	110	4,3	58	60
1996	90	4,7	79	4,1	58	64
1997	74	3,4	102	4,7	50	68
1998	65	2,9	73	3,3	30	46
Summe	1.129	3,9	1181	4,5	723	64

Tabelle 1: Transaktionen der Automobilindustrie unter deutscher Beteiligung 1988-1998 (Quelle: M&A Review Database)

5. Zusammenfassende Einschätzung

Man kann den derzeitigen Gesamtmarkt für Unternehmen als *überhitzt* bezeichnen. Teilweise trifft man eine nervöse Schlußverkaufsstimmung an, nicht selten getragen von der Angst, nichts mehr abzubekommen. Viele angekündigte Übernahmen wurden nicht zu Ende durchdacht oder werden nur als taktisches Störmanöver plaziert. Ergebnis ist, daß es seit 1998 nicht mehr Einzelfall ist, daß angekündigte Fusionen gar nicht erst zustande kommen bzw. wieder platzen. Auch ist man bereit höhere Risiken einzugehen, was sich z.B. in der Zunahme von Dreier-Fusionen zeigt. Im mittelständischen Bereich wird der Markt durch die Hunderten von IPO's angeheizt, die zur Pflege ihres Kurses Wachstum zeigen müssen – und was liegt näher als zu akquirieren.

Literatur

Federal Trade Commission (1970 u. 1971): Current trends in in merger activity, Washington DC 1970, 1971

Jensen, M.C.; Ruback, R.S. (1983): The market for corporate control, in: Journal of Financial Economics, No. 11 (1983), S. 5 - 50.

Jensen, M.C.. (1992): Market for Corporate Control, in: Newman, P.; Milgate, M.; Eatwell, J. (Hrsg.): The new Palgrave dictionary of money and finance, London 1992; S. 657 - 665.

Nelson, R.L. (1959): Merger Movements in American Industry, 1895-1956, Princeton University Press 1959.

Thorp, W.L.; Crowder, W.F. (1941): The structure of industry. TNEC Monograph 27, Washington DC 1941, S. 231 - 234.

In eigener Sache:

Aktuelle Gastvorträge in Bamberg

Erneut konnten für das laufende Wintersemester 1999/2000 Experten gewonnen werden, die über ein umfassendes Spektrum an branchenspezifischem Wissen verfügen. Zu den kostenlosen Vorträgen sind auch Teilnehmer der betrieblichen Praxis herzlich eingeladen. Wir bitten aber um rechtzeitige Anmeldung und pünktliches Erscheinen. Die Veranstaltungen finden im *Universitätsgebäude in der Feldkirchenstraße 21, 96052 Bamberg*, statt.

Referent	Thema	Termin	Ort
Johannes Cürten *(Leiter Vertrieb Deutschland, Porsche AG, Ludwigsburg)*	**Die Revitalisierung der Marke Porsche**	20.1.2000 16:00 - 17:30 Uhr	F 227
Bernd Borberg *(Leiter Geschäftsfeld SerCon, Böblingen)*	**E-Business in der Automobilbranche – innovative IT-Lösungen für die weltweite Fahrzeugdistribution**	27.1.2000 16:00 - 17:30 Uhr	F 227
Thomas M. Klatt *(Branchenbeauftragter Automobil, DNV Essen)*	**Stand von QS 9000/VDA 6.1 und ISO/TS 16949 sowie praktische Umsetzung**	3.2.2000 16:00 - 17:30 Uhr	F 227
Dr. Armin Schirmer *(Leiter Vertrieb Niederlassungen, BMW AG, München)*	**Hersteller- oder Händlerstatus? Position und Aufgaben einer Niederlassung**	10.2.2000 16:00 - 17:30 Uhr	F 227
Franz-Josef Kortüm *(Vorsitzender des Vorstands, WEBASTO AG, Stockdorf)*	**Systemlieferanten im weltweiten Wettbewerb**	17.2.2000 16:00 - 17:30 Uhr	F 227
Dr. Jürgen Creutzig *(Hauptgeschäftsführer ZDK, Bonn)*	**Veränderungen in den Vertriebsstrukturen des deutschen Kfz-Handels unter besonderer Berücksichtigung der neuen Medien**	24.2.2000 16:00 - 17:30 Uhr	F 227

Eventuelle Fragen beantwortet Ihnen gerne die Forschungsstelle Automobilwirtschaft (FAW), Telefon 0951/863-2674