

HB NR. 075 VOM 18.04.1991 SEITE b01

Unternehmen und Maerkte

M&A / Der deutsche Markt ist relativ unterentwickelt bei geringem Professionalisierungsgrad. Die mittelstaendische Wirtschaft zieht nach - starkes Interesse der Auslaender.

Verglichen mit anderen hoch industrialisierten Laendern muss der deutsche M&A-Markt als relativ unterentwickelt und wenig professionalisiert bezeichnet werden. Die wichtigsten Ursachen hierfuer duerften in den spezifischen gesetzlichen Rahmenbedingungen (Mitbestimmungsgesetz, Aktiengesetz usw.), der mittelstaendisch gepraeagten Industriestruktur mit ihren vielen Eigentuemerunternehmen, einem sich nur langsam liberalisierenden Finanzmarkt sowie der dominanten Rolle der deutschen Universalbanken und ihrem hohen Verflechtungsgrad in die Industrie (Beteiligungen, Aufsichtsratsmandate usw.) zu suchen sein. Dealwerte oberhalb der 50-Mill.-Grenze sind hier eher die Ausnahme.

Weltweit ist ein starker Rueckgang der M&A-Aktivitaeten zu beobachten. Dies gilt insbesondere fuer die USA. Damit verbunden ist auch der Rueckzug von Akquisitionskonzepten, die dem Typ des Finanzinvestors entsprechen: Man sieht negative Synergien in einem Konglomerat und spekuliert auf Gewinne bei der Einzelveraeusserung der Teile dieses Konglomerates ("corporate raiding"). Es wird davon ausgegangen, dass der innere Wert des Unternehmens hoeher ist als der aeussere Wert (z.B. der Boersenwert bei Aktiengesellschaften) -eine Situation, die wir aufgrund der Reservenbildung auch bei vielen diversifizierten, deutschen Unternehmen vorfinden.

Kontinentaleuropaeisch setzt sich dagegen eine Akquisitionsphilosophie durch, die man mit dem Begriff des strategisch orientierten und unternehmerisch motivierten Kaeufers umschreiben kann. Ihm geht es nicht nur um die Maximierung des "shareholder value", sondern eher um die Optimierung der

Stakeholder-Interessen. Letztere Beschreibung duerfte im grossen und ganzen auch auf den deutschen Markt zutreffen. Dies ist auch der Grund, weshalb wir die boomartige Entwicklung des deutschen Marktes fuer Unternehmen nicht einfach als das UEberschwappen eines amerikanischen Phaenomens betrachten duerfen. Der deutsche Markt entwickelt sich "konjunkturell" bislang relativ losgeloest von dem US-amerikanischen und steht auch unter einer anderen Leitidee.

In Deutschland hatte man es bis 1984 etwa mit einem Niveau von 1000 Transaktionen unter deutscher Beteiligung zu tun. Von 1984 bis 1989 schnellte dieser Wert auf etwa 3000 Faelle hoch. Dieses Niveau konnte -entgegen vieler Expertenprognosen- 1990 gehalten werden. Es ist auch fuer 1991 nicht zu erwarten, dass es erheblich weniger Faelle geben wird.

Interessant ist dabei, dass die Anzahl der Faelle, die durch das Bundeskartellamt aufgegriffen wurden, relativ zur durch uns registrierten Gesamtzahl zurueckgegangen ist (1990 sind es noch etwa 50%). Dies hat seine Ursache wohl darin, dass sich zunehmend auch kleinere, mittelstaendisch gepraeagte Unternehmen am (internationalen) Transaktionsgeschehen beteiligen (z.B. die Rothenberger-Gruppe oder die Glunz AG). Seit Jahren relativ konstant verhaelt sich mit etwa 10% der Anteil der "Akquisitionskoenige" (dies sind die 17 am haeufigsten auftretenden Kaeuferunternehmen) an allen Transaktionen.

Spitzenreiter bei den Kaeuferbranchen waren 1990 der allgemeine Dienstleistungsbereich (231 Faelle), die Beteiligungsgesellschaften (211), der Maschinenbau (176), der Gross-/Aussenhandel (176), die Chemieindustrie (174) und der Bankenbereich (170). Beliebteste Zielbranchen waren die allgemeinen Dienstleistungen (371), der Gross-/Aussenhandel (260), der Maschinenbau (220), der Fahrzeugbau (144) sowie die chemische Industrie (131). Die hohe Transaktionszahl im Handel erklart sich insbesondere vor dem Hintergrund der ehemaligen DDR.

Bei einem Blick auf die Cross-Border-Transaktionen in der nebenstehenden Abbildung faellt zuerst auf, dass das Interesse auslaendischer Unternehmen an deutschen Beteiligungen nach wie vor sehr gross ist. Dies gilt innerhalb der EG insbesondere fuer Franzosen, Briten und Niederlaender. Ansonsten sind die USA, Japan und Schweden noch besonders aktiv in Deutschland. Begehrteste Ziellaender deutscher Akquisitionen sind die USA, Frankreich und England.

Aus einer Branchensichtweise sind die Dienstleistungen und der Maschinenbau die Favoriten auslaendischer Kaeufer. Deutsche Kaeufer im Ausland konzentrieren sich zusaetzlich noch auf die chemische Industrie und den Fahrzeugbau. Generell ist festzuhalten, dass auslaendische Unternehmen beginnen sich zurueckhaltender zu zeigen. Dies hat zum einen sicher mit der in vielen Laendern aufkommenden Rezession zu tun; zum anderen beginnen aber auch einige auslaendische Grossunternehmen sich umfassender und mit veraenderter Strategie auf UEbernahmen in Deutschland vorzubereiten. So setzt sich mehr und mehr eine Verhaltensweise durch, bei der zuerst mit grosser Sorgfalt eine Mehrheitsbeteiligung in Deutschland erworben wird, um dann von dort ausgehend -mit groesserer Naehe zum deutschen Markt- weitere Beteiligungen zu suchen.

Die deutschen Unternehmen scheinen das Ausland wegen des unterschaezten Integrationsaufwandes der Ex-DDR-Unternehmen etwas aus dem Auge verloren zu

haben. Dies gilt nicht nur fuer die Laender der EG, sondern auch fuer inzwischen durchaus attraktive Standorte wie die CSFR oder Ungarn.

Die Bundesrepublik hatte vor der Wiedervereinigung etwa 56 Millionen Einwohner. Auf ihrem Grund gab es ca. zwei Millionen Unternehmen. Also kommt auf 28 Einwohner ein Unternehmen. Nur etwa 17000 (0,8%) dieser Unternehmen erzielen einen Jahresumsatz von mehr als 25 Mill. DM. Die Umsaetze dieser 17000 Unternehmen machen aber etwa 64% der summierten Umsaetze aller zwei Millionen Unternehmen aus.

Unter diesen 17000 genannten Unternehmen befinden sich lediglich etwa 5% in der Rechtsform einer AG. Besonders haeufig sind die Rechtsform einer GmbH (33%) und KG (45%) vertreten. Aufgrund des Problems eines fehlenden, qualifizierten Nachfolgers schaezt man, dass in den naechsten Jahren etwa 10000 mittelstaendische Unternehmen zum Verkauf kommen werden. Etwa 60% des Kapitals der Aktiengesellschaften befinden sich in "sicheren" Haenden (Banken, befreundeten Unternehmen usw.). Es ist deshalb recht unwahrscheinlich, dass es auf Hauptversammlungen zu "zufaelligen" Mehrheiten kommt. Dafuer sorgt auch das bei den Banken liegende Depotstimmrecht. Hinzu kommen die zumindest in ihrem Ergebnis meist relativ gleichlaeufige Unternehmenspolitik von Management, Aufsichtsrat und institutionellen Investoren (Harmonieorientierung). Natuerlich werden potentielle UEbernehmer aber auch durch die Mitbestimmungsgesetzgebung und das Pensionssystem abgeschreckt.

Trotzdem fuehlt man sich bei der deutschen Industrie gegenueber unfreundlichen UEbernahmeversuchen doch nicht mehr ganz so sicher wie noch vor ein paar Jahren. So haben viele ueber ihre Unternehmensverfassung rechtliche Schutzvorkehrungen getroffen (z.B. Stimmrechtsbegrenzungen), deren Nutzen aber umstritten ist und die auch -das zeigen die Faelle Feldmuehle und Conti- wie ein Bumerang wirken koennen.

Auf alle Faelle ist es aber heute generell denkbar, dass es auch innerdeutsch unfreundliche UEbernahmeversuche geben koennte. Seit dem Siemens-GEC-Plessey-Fall ist eine derartige Vorgehensweise schon mehr rechtfertigbar. Trotzdem werden aber die Faelle, an denen Aktiengesellschaften beteiligt sind, eher rar bleiben. Haeufiger gehandelt wird in diesem Zusammenhang z.B. die Phoenix AG. Weniger an die Oeffentlichkeit dringen duerften Faelle unfreundlicher UEbernahmen von Eigentuemerunternehmen, die es aber natuerlich auch gibt.

Schaetzungsweise werden in Deutschland bei etwa 15% aller Transaktionen zumindest auf einer Seite Mittler eingeschaltet. Im Gegensatz zum US-amerikanischen Markt, wo diese Quote -auch aus gesetzgeberischen Gruenden- oberhalb von 90% liegen duerfte -muss der Grad der Unterstuetzung von Transaktionen durch Mittler und Berater in Deutschland und damit auch der Grad der Professionalisierung des M&A-Geschaefts als relativ gering bezeichnet werden.

Internationale M&A-Berater haben deshalb mit Deutschland ein grosses Marktpotential identifiziert, was noch durch die derzeitige konjunkturelle Inselstellung Deutschlands und dessen zentrale Position bei der Gestaltung des europaeischen Binnenmarktes und der Integration der Ostmaerkte gestaerkt wird.

So ist es nicht verwunderlich, dass es immer wieder zu gravierenden Veraenderungen in den Reihen der Mittler kommt: Betrachtet man einmal zuerst die deutschen Universalbanken, so sind hier drei Strategien zu unterscheiden: erstens die Gruendung eigener Abteilungen fuer das Corporate-Finance-Geschaef (Beispiel: Dresdner Bank, Geschaefsbereich Corporate Finance). Hier ist insbesondere mit folgenden drei Problemen zu rechnen: direkte Konkurrenz mit dem Firmenkundengeschaeft, kultureller Misfit zum traditionellen Bankgeschaef sowie Personalbeschaffungsprobleme aufgrund des ungeeigneten Gehaltsgefueges der Bank.

Ein zweiter Weg ist die Ausgruendung einer Tochtergesellschaft (Beispiel: Hypo Mergers und Acquisitions Beratungs GmbH). Vorteil ist hier sicher die groessere Eigenstaendigkeit bezueglich der Muttergesellschaft. Trotzdem wird das Geschaef stark durch die kulturellen Eigenheiten des deutschen Bankgeschaefes gepraeft bleiben. Manche der Mittler sehen dies -insbesondere im Zuge der Internationalisierung der Finanzdienstleistungen- als einen einschneidenden Nachteil an, der sie zumindest mittelfristig grosse Teile des Geschaefes an die Investmentbanken amerikanischer Machart verlieren laesst.

Dies beweisen die beachtlichen Erfolge, die z.B. ein Unternehmen wie Goldman Sachs bereits nach kurzer Zeit im deutschen Markt zu verzeichnen vermag. Auch ist zu fragen, ob die erforderliche Professionalisierung des Geschaefes in ausreichender Geschwindigkeit zu erfolgen vermag.

Dies hat zwei der grossen deutschen Banken dazu veranlasst, sich mit englischen Invetmentbanken zusammenzuschliessen: So erwarb z.B. die Deutsche Bank fuer 950 Mill. Pfund Sterling Morgan Grenfell, um DB Morgan Grenfell zu gruenden. AEhnlich liegt der Fall bei der Fusion der Merchant-Banking-Aktivitaeten der Westdeutschen Landesbank Girozentrale und der Standard Chartered Merchant Bank zur Chartered WestLB.

Diese Veraenderungen bedingten fuer das deutsche M&A-Geschaef dieser Neugruendungen, dass sie nun London unterstellt sind, was hohe Fluktuationen zur Folge hatte. Auch die vormaligen Leiter dieser Bereiche sind ausgeschieden und haben sich inzwischen selbstaendig gemacht (z.B. Hans Dahm mit Banexi & Partner Corporate Finance GmbH). Durch Personalrotation zwischen den britischen und deutschen Geschaefsstellen versucht man die bestehenden Widerstaende zu ueberwinden. Fortsetzung auf Seite B2

Mueller-Stewens, Guenter

(c) Handelsblatt GmbH - Zum Erwerb weitergehender Rechte: nutzungsrechte@vhb.de

79532, HB, 18.04.1991, Words: 1378, NO: 049118038