

Die Fusionswelle hält an

Mergers & Acquisitions sind in aller Munde. Im Vergleich zur letzten Boomphase treten professionelle Investoren vermehrt als Käufer auf. —VON GÜNTER MÜLLER-STEWENS

overview Viele Unternehmen schreiben Rekordgewinne. Die hohen Barmittel werden auch zur Finanzierung von Firmenzukäufen genutzt. Die amerikanische Welle der Mergers & Acquisitions (M & A) hat die europäischen Märkte erfasst. Transaktionen in Milliardenhöhe sind auch in unseren Breiten graden keine Seltenheit mehr. Im Vergleich zu früheren Fusionswellen treten Private-Equity-Gesellschaften als neue Akteure auf. Diese Entwicklung wird auch im kommenden Jahr anhalten.



PROF. DR. GÜNTER MÜLLER-STEWENS ist geschäftsführender Direktor des Instituts für Betriebswirtschaft an der Universität St. Gallen (CH). guenter.mueller-stewens@unisg.ch

Das Geschäft mit Mergers & Acquisitions (M & A) boomt wie schon seit Jahren nicht mehr. Bereits im vergangenen Jahr wurde in den USA – trotz bescheidener Kursgewinne an den US-Börsen – mit rund 11 000 Fusionen und Übernahmen wieder knapp die historische Rekordmarke aus dem Jahr 2000 erreicht. Im laufenden Jahr wird der Markt auf diesem hohen Niveau stagnieren (siehe Abbildung 1 auf Seite 16). Die mit Abstand grösste Transaktion ging im Mai mit dem Erwerb von Bell South durch AT&T für 67 Milliarden US-Dollar über die Bühne. Insgesamt gab es zehn Transaktionen mit einem Wert über 10 Milliarden US-Dollar. Die grösste Übernahme im Jahr 2005 war der Kauf von Gillette durch Procter & Gamble für 57 Milliarden US-Dollar. Besonders aktiv zeigte sich die Computerbranche mit 1172 M & A-Deals.

M & A-Welle erfasst Europa

Der zyklische US-Markt für den Kauf und Verkauf von Unternehmen befindet sich damit mitten in seiner sechsten Welle (vgl. Gaughan 2002). Einmal mehr bestätigte sich die Beobachtung, dass der amerikanische Markt eine Vorläuferfunktion besitzt. Das Aufblühen des M & A-Marktes war in Deutschland, Österreich und der Schweiz ab 2005 spürbar, auch wenn man hier noch nicht von einem eigentlichen Boom sprechen kann. In

Deutschland dürfte es 2006 analog zum Vorjahr zu etwa 1500 Zusammenschlüssen kommen, verglichen mit 2136 Transaktionen im Jahr 2000. Der durchschnittliche Kaufpreis ist aber deutlich gestiegen.

Die grössten Übernahmen sind der Erwerb von Schering durch Bayer (16,5 Milliarden Euro) sowie die Akquisition der BOC Group durch Linde (11,7 Milliarden Euro). Fälle wie Forbo, Unaxis, Leica Geosystems, Saia-Burgess oder Saurer sorgten in der Schweiz für Gesprächsstoff über die Rolle von Finanzinvestoren und die Bedeutung unfreundlicher Übernahmeversuche.

Alle Branchen sind betroffen

Was sind die Besonderheiten dieser sechsten M & A-Welle? Was treibt sie an? Und welchem Management-Modell folgen dabei die Entscheidungsträger?

Fest steht: Die Fusionswelle erfasst nicht einzelne Industriezweige. In den westlichen Industrieländern ist die ganze Breite der Wirtschaft betroffen. Die meisten Firmenzusammenschlüsse sind im Technologiesektor zu beobachten. Bemerkenswert ist, dass im selben Jahr, in dem AT&T als «Mutter» der Telekommunikationsbranche als unabhängiges Unternehmen verschwand, mit VoIP eine ablösende Technologie über den Verkauf des Startup-Unternehmens Skype an Ebay besondere Aufmerksamkeit erfuhr.



Goldman Sachs ist vor Blackstone Group die weltweit grösste Private-Equity-Gesellschaft.

Im Bankensektor wird gar – trotz der immer noch grossen Hindernisse grenzüberschreitender Zusammenschlüsse – der Beginn einer europäischen Konsolidierung gesehen. Beispiele sind der Kauf der britischen Abbey durch die spanische Banco Santander oder die holländische ABN Amro, welche die italienische Banca Antonveneta erwarb.

Mangelnde Diversifikation

Was die Diversifikationsaktivitäten der Unternehmen angeht, ist es zu einem Rückstau gekommen. Das ist auf vorangegangene Ereignisse – Beispiele sind der Börsencrash, die hohe Misserfolgsquote von M & A oder aufkeimende Terrorängste – sowie die Skepsis in den Kapitalmärkten (man wollte dort eine Konzentration auf das Kerngeschäft sehen) zurückzuführen.

Viele Unternehmer schreckten vor grösseren Transaktionen zurück, weil

sie den Aktionären nicht klar machen konnten, dass ein Zusammenschluss Mehrwert bringt. Heute sind Zeichen einer wachsenden Zahlungsbereitschaft zu sehen – trotz durchschnittlich höherer Prämien für das Zielunternehmen. Ein Widerstand der Aktionäre – wie ihn die Geschäftsleitung der Deutschen Börse im Übernahmeversuch der Londoner Börse seitens zweier Hedge-Funds erfuhr – dürfte trotz zunehmendem «Shareholder-Aktivismus» eher die Ausnahme bleiben.

England verfügt über einen liberalen Kapitalmarkt

Die Kapitalmärkte Europas sind unterschiedlich liberal und effizient. Während in Italien oder Frankreich – etwa im Fall Sanofi-Aventis – immer mit politischen Interventionen zu rechnen ist, gilt der britische Markt als besonders offen. Im Jahr 2005 wurde dies sehr deutlich, als der Londoner

Aktienmarkt im Vergleich zu Kontinentaleuropa als leicht unterbewertet galt, gleichzeitig aber sehr hohe Eigenkapitalrenditen ausweisen konnte.

Drei Stossrichtungen sind feststellbar

Britische Unternehmen dienen auch als Brückenschlag für die Expansion in andere Kontinente. Die Engländer sind seit Jahren international aktiv, gerade auch in Schwellenländern. Der Einstieg der Deutschen Post bei Exel und Linde bei der BOC Group untermauern diese Strategie.

Es sind drei strategische Stossrichtungen, die hinter den Transaktionsaktivitäten stehen. Erstens findet nach wie vor – wenn auch mit rückläufiger Bedeutung – das Abstossen von Randaktivitäten statt, die nicht zum Kerngeschäft gehören. Durch dieses «Deleveraging» wird versucht, Barmittel zum Abbau von Schulden zu generieren und das operative Ergebnis zu verbessern.

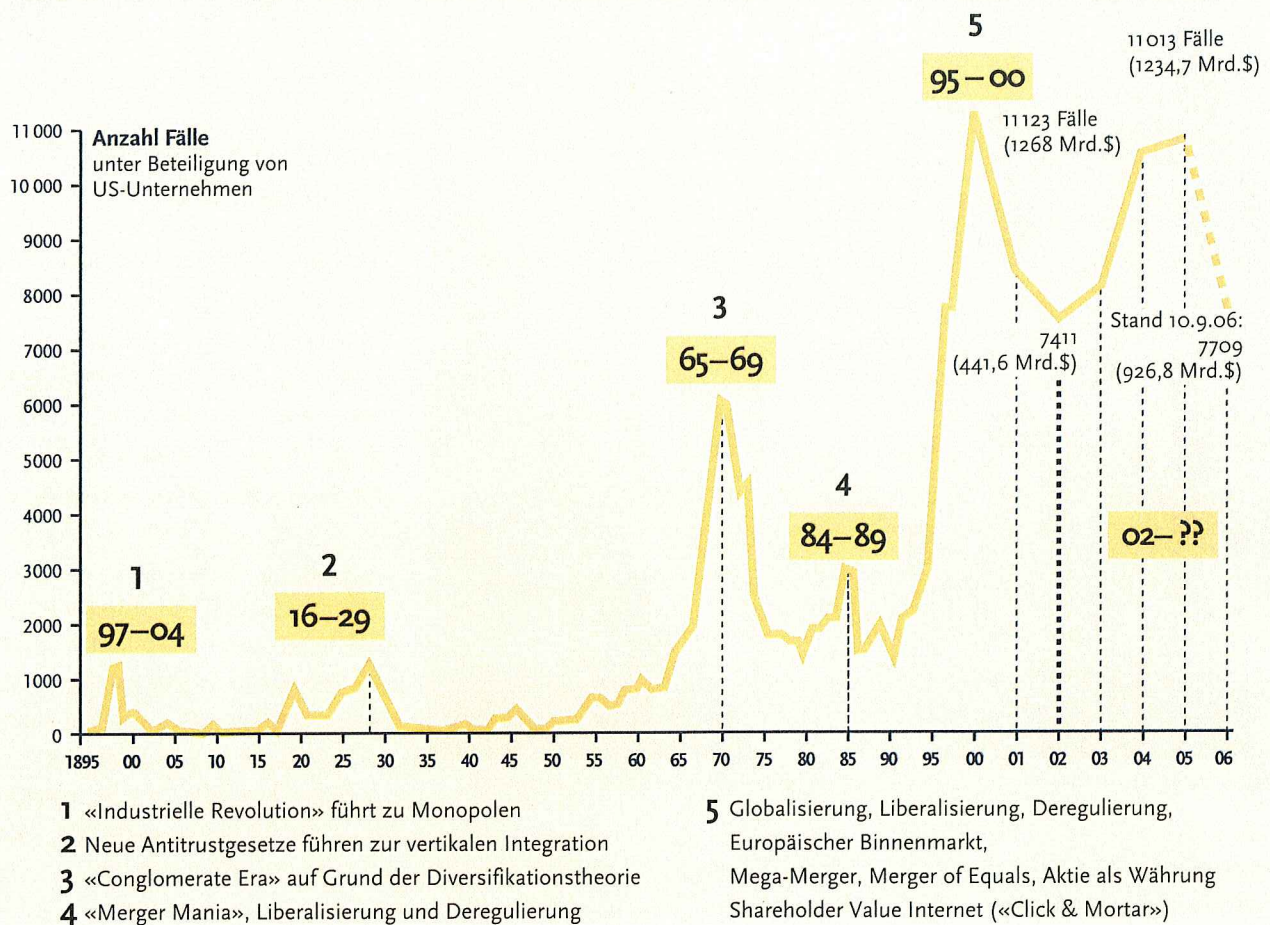
Zweitens sucht man nach Skaleneffekten durch das meist internationale Grössenwachstum in den verbliebenen Kerngeschäften. Die Dynamisierung der Branchen verlangt neben grösseren Volumen auch eine globale Präsenz. Von Interesse sind hier die Konsolidierungsstrategien in wachsenden Märkten, wie etwa in der internationalen Mobiltelefonie.

Drittens versucht man innovatives Wachstum durch das Leveragen der Kernkompetenzen in andere Bereiche zu erzeugen.

Erfolg anderer als Antrieb

Möglich ist auch, dass die gewöhnlichen M & A-Aktivitäten durch einen neidvollen Blick auf die Erfolge von Private-Equity-Investoren stimuliert wurden, die teilweise in kurzer Zeit erstaunliche Wertsteigerungen in ihren Anlage-

Abb. 1: Die amerikanischen Fusionswellen



Die erste Fusionswelle dauerte von 1897 bis 1904. Damals führte die industrielle Revolution zu Monopolen.

objekten erzielen konnten. Bekannte Beispiele sind der Verkauf des Gepäckabfertigers Swissport durch die britische Candover an die spanische Bau- und Dienstleistungsfirma Ferrovial. Innert Jahresfrist verbuchten die Investoren grosse Gewinne.

Alternative Anlage

Seit dem Crash der Kapitalmärkte im Jahr 2000 hat die Rolle der Private-Equity-Unternehmen (PEU) als Investoren zugenommen. Ihren Einfluss gewannen sie aus dem Bedarf von Versicherungen, Pensionskassen etc., die ihre Portefeuilles diversifizieren mussten. Hinzu kam das Bedürfnis von jungen Finanzleuten, ausserhalb des Bankensektors als Finanzdienstleister zu arbeiten. Sie wollten

Pools von privatem Kapital gegen eine Gebühr (meist 2 Prozent) und Beteiligung am Wertzuwachs (etwa 20 Prozent) durch Investitionen in Unternehmen managen (siehe Abbildung 2 auf Seite 18).

Viele M & A-Berater haben nach dem Platzen der Börsenblase zu PEU gewechselt oder haben ein eigenes PEU gegründet, da sich trotz aller Wertvernichtung immer noch sehr viel Kapital im Markt befand und da man nach alternativen attraktiven Anlagen zu den Aktien suchte.

Von Gründungskapital bis hin zu Beteiligungen

In Europa und den USA generierten die PEU 2005 bereits über 20 Prozent des

gesamten M & A-Transaktionsvolumens – Tendenz steigend. Das Anlagepektrum der PEU reicht vom Gründungskapital für junge Unternehmen bis hin zu Beteiligungen an etablierten Firmen.

Private-Equity-Gesellschaften schaffen Mehrwert

PEU verfolgen teilweise auch risikoreichere Strategien, welche die früheren Eigentümer alleine nicht eingehen konnten. Die vergangenen Jahre zeigten auch, dass PEU vermehrt in grosse Konzerne investieren. Die frühere Schwelle von 10 Milliarden Euro hat keine Gültigkeit mehr, für Grossakquisitionen spannen professionelle Investoren auch zusammen.

PEU waren bislang als Akteure in der Öffentlichkeit wenig bekannt, weshalb ihnen oft viel Skepsis entgegengebracht wird. Verschiedene Untersuchungen belegen indes einen positiven Beitrag der PEU zur Volkswirtschaft. Das Vorhandensein geeigneter Finanzierungsformen spielt insbesondere für Unternehmen in der Phase ihrer Entwicklung eine wichtige Rolle. Die langjährige Wachstumschwäche in den deutschsprachigen Ländern kann auch damit erklärt werden, dass man mit dem Einsatz von Risikokapital international im Rückstand war.

Die durch Privte-Equity-Unternehmen durchgeführten «Leverage Buy-Outs» (LBO) sind weitgehend schuldenfinanziert. Das zur Finanzierung der Transaktion aufgenommene Fremdkapital wird dabei an die Bilanz des Zielunternehmens gehängt. Daraus ergibt sich die zentrale Herausforderung eines LBO: Die hohe Schuldenlast und die damit verbundenen Schuldendienste. Für deren Ausgleich ist deshalb ein hohes Ertragswachstum wichtig.

Synergien ausschöpfen

Auf Grund der wachsenden Anzahl von PEU ist der Kampf um Übernahmekandidaten gewachsen, was deren Preise nach oben trieb. Nicht selten reichen PEU Beteiligungen an den nächsten Konkurrenten weiter. Daraus ergibt sich das Problem, dass bereits beim ersten Halter der Beteiligung – zur Realisierung eines finanziell attraktiven Ausstiegs – die klassischen Werttreiber zur Anwendung kommen. Für den zweiten Besitzer der Beteiligung stellt sich dann die Frage, welche weiteren Treiber noch brach liegen, denn auch dieser sucht nach einem attraktiven Ausstieg aus seinem Engagement.

Executive School of Management,
Technology and Law (ES-HSG)



Universität St.Gallen

Zertifikatskurs

Finanzielle Führung und Controlling

Start: 13. Juni 2007

Modulleitung
Universität
St. Gallen:



Prof. Dr.
Peter Leibfried



Prof. Dr.
Stefan Sander

mit weiteren
Experten
der Universität
St. Gallen

Zielpublikum

Führungskräfte mit Ergebnisverantwortung

16 Tage in 4 Modulen:

1. Modul: 13. – 16. Juni 2007

- Controllingphilosophie
- Rechnungslegung
- interne und externe Kommunikation
- Audit, interne und externe Kontrolle

2. Modul: 04. – 07. Juli 2007

- Bilanzanalyse
- Mittelflussrechnung und Cash Flow Analyse
- Kurz- und Mittelfristige Finanzplanung
- Businessplan

3. Modul: 22. – 25. August 2007

- Unternehmensfinanzierung
- Unternehmensbewertung
- Wertorientierte Unternehmensführung

4. Modul: 19. – 22. September 2007

- Grundlagen des betrieblichen Rechnungswesens, Budgetierungsprozess
- Kostenstellenrechnung
- Wertschöpfungsanalyse
- Managementerfolgsrechnung, Cockpit Controlling, Balanced Scorecard

Details & Beratung

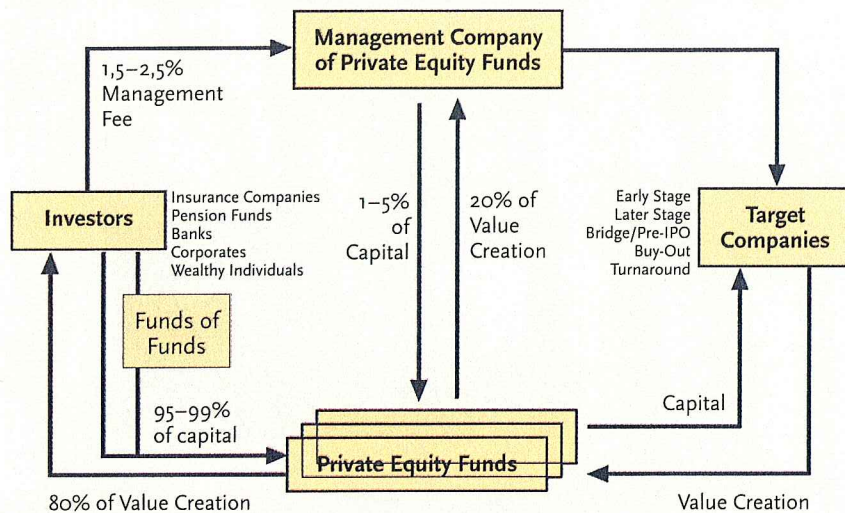
Universität St. Gallen
Management-Seminare
Dufourstrasse 40 a
CH-9000 St. Gallen
Tel. +41 71 224 23 68
management-seminare@unisg.ch



Weitere Seminarangebote:

www.es.unisg.ch/management-seminare

Abb. 2: Die Struktur von Private-Equity-Unternehmen



Quelle:

Hoffmann, N. (2005): German Buyouts Adopting a Buy-and-Build Strategy. Dissertation Universität Halle. Wittenberg.

Private-Equity-Gesellschaften finanzieren Übernahmen weitgehend mit Fremdkapital.

Hier spielen die so genannten «Buy & Build»-Strategien eine tragende Rolle: In einer fragmentierten, meist überdurchschnittlich wachsenden Branche mit Konsolidierungspotenzial erwirbt ein PEU über ein «Leverage Buy-Out» eine erste Beteiligung. Diese so genannte Plattform wird anschließend durch eine Reihe weiterer Unternehmenskäufe aus der gleichen Branche ergänzt («Add-On Acquisitions»). So lassen sich aus der wachsenden Grösse der Gruppe Wirtschaftlichkeitsvorteile ziehen. Aufbauend auf der Plattformstrategie sucht der Käufer nach Zielunternehmen mit einem hohen strategischen Fit, um Synergien auszuschöpfen, die dem Verkäufer in dieser Form nicht zur Verfügung stünden. Die Zielunternehmen bleiben dabei rechtlich selbständige Einheiten.

Inzwischen liegen eine Reihe empirischer Untersuchungen vor, die eine erste generellere Beurteilung der «Buy & Build»-Strategien zulassen: Firmen können bei der Mehrheit der «Buy & Build»-Transaktionen eine minimale IRR («Internal Rate of Return») von 25 Prozent erreichen.

Was die Finanzierung von Akquisitionen anbelangt, war 2005 ein gutes Jahr. Mit steigenden Aktienmärkten wurden Aktien zwar tendenziell höher bewertet, waren aber noch nicht überbewertet.

Zudem verfügten die Unternehmen aus ihren Restrukturierungsprogrammen über umfangreiche Barmittel und hohe Cashflows. Die Unternehmen haben nach dem Platzen der New-Economy-Blase ihre Bilanzen weitgehend saniert. Daneben bestand ein Überangebot an günstigem Fremdkapital.

Gegenwärtige Welle soll anhalten

2006 hat sich keine wesentliche Änderung abgezeichnet. Experten gehen davon aus, dass die gegenwärtige Welle von Fusionen und Übernahmen anhält. Der Umbau der amerikanischen Wirtschaft und die Umsetzung der Restrukturierungs- und Wachstumsstrategien der europäischen Unternehmen dürfte sich fortsetzen. Viele Konzerne erfreuen sich eines

hohen Aktienkurses, eines soliden Ertragswachstums und teilweise historisch hoher Cashflows. Die hohen Barbestände können für Akquisitionen genutzt werden.

PEU haben grosse Fonds neu aufgelegt. Die Attraktivität von anderen Anlagevehikeln könnte die Geldströme in Richtung PEU indes etwas bremsen. PEUs dürfen aber weiterhin mit günstigem Fremdkapital der Banken für die Finanzierung ihrer «Leverage Buy-Outs» rechnen.

Mit einer M & A-Welle geht aber – trotz hoher Barmittelbestände – auch immer eine Erhöhung des Verschuldungsgrades einher. Dies gilt vor allem für die durch ein PEU erworbene Unternehmen. Bereits warnt auch die Ratingfirma Standard & Poor's vor einer Senkung der Kreditqualität. Hinzu kommt die Gefahr einer Erhöhung der Zinsen in der Euro-Zone und einer Verteuerung der Refinanzierungskonditionen.

Sich der Risiken bewusst sein

Fest steht: Trotz Akquisitionsfieber dürfen Unternehmen die Augen vor den Risiken nicht verschliessen. Im Technologiesektor lässt sich bereits eine erste Überhitzung feststellen. Gewisse Parallelen zur Phase vor dem Platzen der Internet-Blase sind auszumachen. Unternehmenszukaufe erfolgen teilweise zu hohen Preisen, ohne dabei einen Mehrwert zu erzielen. Ein wesentlicher Unterschied zur letzten Boom-Phase ist, dass professionelle Investoren mitspielen.

Literatur

- Gaughan, P. (2002): *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, New York.
- Voss, I. (2006): *Das M&A-Motto 2006: Big is Beautiful*. In: *M&A Review*, Nr. 7, S. 313–319.