

Swiss Equity

magazin

Allreal

Cash statt Krise

Holdigaz

Hoffnung auf
eignes Gas

Zero Noise

Neues Spiel,
wenig Chancen

Dossier:

Mergers &
Acquisitions

Günter Müller-Stewens, HSG-Professor für Strategisches Management

Die Herde verhält sich prozyklisch



16



20



34



46



48

AKTUELLES

Newsticker	6
Aktuelles	6
Jobrotation	7
Small- und MidCap-Fonds	8
Fonds im Fokus	9

MERGERS & ACQUISITIONS

Leitartikel: Minergie statt Synergie	10
Interview mit Prof. Günter Müller-Stewens, HSG-Professor für Strategisches Management	16
Eichhof Holding AG/Datacolor: Letzte Ausfahrt Heineken – eine Fallstudie	20
Credit Crunch: Zwischen Schreckgespenst und realem Phänomen	22

ANALYSEN LISTED EQUITY

Marktbericht listed Equity	25
Looser: Gut gerüstet	27
Bobst: Fehlende Visibilität	29
Allreal: Cash statt Krise	30
ADB Group: Im High-End etabliert	31

ANALYSEN UNLISTED EQUITY

Marktbericht unlisted Equity	33
Interview mit Albert P. Stäheli, CEO der NZZ-Gruppe	34
Tamedia übernimmt Edipresse	37
Holdigaz: Hoffnung auf eigenes Gas	38
Raststätte Thurau: Gemeinsam Kosten sparen	39
Cendres & Métaux: Solides Ergebnis, solide Zukäufe	40

ANALYSEN PRIVATE EQUITY

Marktbericht private Equity	43
Poken: Netzwerken à discretion	44
Anocsys/Zero Noise: Neues Spiel, wenig Chancen	46
Investor's Portrait: I-Source	48
CTI Invest: News	49

SERVICE

Rückblitz, Termine, Impressum	50
GV-Termine	51
Musterdepot	52
Zahlen lügen nicht	58

FIRMEN IN DIESER AUSGABE

ADB Group	31	Charles Vögele	7	Feldschlösschen	20	Lalique	8	Prionics	7	Sulzer	9
Amboss	6	Chrysler	11	Financière St.-Germain	8	Landal Resort Walensee	39	Raststätte Rheintal	39	Sunrise	45
Art + Fragrance	8	Clientis	7	Fischer & Krecke	29	Looser	27	Raststätte Thurau	39	Swiss	18
Aubade	6	Continental	16	G 2	45	Lufthansa	18	Raststätte Walensee	39	Swiss Re	17
Avia	39	Cosvegaz	38	Galetan	40	LZ Medien	33	Redalpine	45	Swissair	46
Bank Jura Laufen	33	Crédit Mutuel de la Vallée	33	Goldman Sachs	7	Messeholding Bern	33	Saas-Fee Bergbahnen	6	Swissgas	38
Basler Kantonalbank	7	Daimler	11	Gothard Raststätte A2 Uri	39	Metalor Dental	40	Sal. Oppenheim	29	Tamedia	37
Bobst	29	Datacolor	20	Heineken	20	Mobimo	7	Schaeffler	16	Viamala Raststätte Thusis	39
Brauerei Falken	6	Davos Klosters Bergbahnen	58	Holdigaz	33, 37	NZZ	33, 34, 37	Scotch	7	Wasserwerke Zug	33
Calanda	20	Edipresse	37	Hugo Boss	7	OC Oerlikon	9	SLK Bucheggberg	33	WIR Bank	33
Calida	6	Eichhof	20	Index Ventures	43	Oscillator	40	SLK Steffisburg	33	Zcapital	9
Cendres & Métaux	40	Espace Media Gruppe	37	KW Kurhotel Weissbad	33	Poken	44	Spar- und Leihkasse Münsingen	6	Zofinger Tagblatt	33

«Die Herde verhält sich prozyklisch»

Der M&A-Markt wird 2009 nicht zum Erliegen kommen, sagt Professor Günter Müller-Stewens, Herausgeber der «M&A Review». Strategische Investoren mit genügend Geld können sich auf **«Schnäppchenjagd»** begeben.

SWISS EQUITY MAGAZIN: Herr Professor Müller-Stewens, mittlerweile gibt es so viele M&A-Wellen wie Kondratieff-Zyklen. Während Letztere durch zahlreiche innovative Produkte der Menschheit Fortschritt brachten, haben Ersterer Billionen an Shareholder Value vernichtet. Sollte man M&A nicht lieber mit M für Machtkampf und A für Absolutheitsanspruch für Manager übersetzen?

GÜNTER MÜLLER-STEWENS: Zu den Motiven von M&A, die man aus der Literatur kennt, gehört sicher auch der Aufbau eines Imperiums, die sogenannte «Empire-Building-Theorie». Doch bei grossen Transaktionen spielen viele Motive gleichzeitig eine Rolle, Effizienzgewinne, Machtgewinne und eben auch das Ego.

Wie viele M&As, schätzen Sie, werden nicht aus strategischen Überlegungen, sondern aus persönlichen Machtgelüsten heraus getätigt?

Da traue ich mir keine Schätzung zu, einfach deshalb nicht, weil jede Transaktion eine Mischung aus diesen Motiven ist. Und das Machtmotiv sehe ich nicht an erster Stelle. Es gibt sicher Transaktionen, die getrieben werden, weil jemand zum Beispiel der mächtigste Automanager der Welt werden will, die können sie aber alleine mit diesem Motiv nicht verkaufen.

Im Augenblick, da die Kinder des Kapitalismus mit dem Finanzbad ausgeschüttet werden, rüft alles nach verstärkter Regulierung. Können Sie sich ein regulatorisches Gerüst zur Verbesserung der Erfolgsbilanz von Fusionen und Übernahmen vorstellen?

Von meinem Naturell her hoffe ich auf Selbstregulierung, da wurde ich aktuell aber enttäuscht. Es kommt immer darauf an, was und wieviel reguliert wird. Wenn Sie zu viel regulieren, dann vertreiben Sie auch die innovativen und ambitionierten Leute aus einer Branche, was volkswirtschaftlich einen Verlust an Wertschöpfung darstellen kann. Auch unethisches Verhalten können Sie nicht durch Regulierung und unzählige «Codes» ausschalten, sondern nur das Risiko reduzieren über eine sorgfältige Personalarbeit, die schon bei der Rekrutierung beginnt.

Man könnte doch eine Obergrenze für Transaktionen einführen. Wenn wir die Übernahme von Continental durch Schaeffler nehmen, wo eine Prämie offeriert wurde und dann im Nachgang ein Offenbarungseid geleistet werden musste.

Das Management muss immer wieder daran erinnert werden, dass es den ganzen Wirtschaftszyklus bei seinen Ent-

scheidungen beachten muss. Sowohl im Auf- als auch im Abschwung gibt es einen «Herdentrieb», man bestätigt sich durch wechselseitiges Schauen, dass dies schon das richtige Multiple ist, zu dem man das Zielunternehmen bewertet hat. Wir nennen diesen Herdentrieb «mimetisches Verhalten». Im Hinblick auf den Abschwung ist das katastrophal. Der Goodwill, mit dem VDO in den Büchern von Continental steht, entspricht ungefähr dem Eigenkapital. Hier sind oft paradoxe Mechanismen am Werk: Zum

«Wenn Sie zu viel regulieren, dann vertreiben Sie auch die innovativen und ambitionierten Leute aus einer Branche.»

Beispiel im Moment des Kippens vom Aufschwung zum Abschwung, wenn etwa der Umsatz schon spürbar zurückgeht. In dieser Situation konnte empirisch beobachtet werden, dass häufig aus verschiedensten Gründen das Management bereit



ist, höhere Risiken aufzunehmen. Man denkt zum Beispiel: Ich realisiere dieses Jahr meinen Bonus nicht, wenn ich nicht noch etwas Ausserordentliches tue. So kann es etwa auch zu riskanten und über-
teuerten Akquisitionen kommen. Wenn der Zyklus dann tatsächlich kippt, ist dies katastrophal.

Je höher das Kurs-Gewinn-Verhältnis, desto grösser sind die M&A-Aktivitäten.
Das treibt sich wechselseitig. Es ist schwer zu sagen, was Ursache und Wirkung ist. Wenn man die Internetwelle mit der heutigen vergleicht, sind diese zwei Wel-
len vom Volumen und von der Anzahl Transaktionen her etwa gleich hoch einzuschätzen. Beim letzten Mal haben strategische Käufer allerdings viel deutlicher überbezahlt, was sie dieses Mal tendenziell nicht getan haben. Darum ist auch damit zu rechnen, dass diese Käufer

wiederkommen, sobald sich die Lage ein wenig stabilisiert.

*M&A folgen normalerweise nachgelagert den Wirtschaftszyklen. Kann es bereits vor einer allfälligen Konjunkturerholung zu einer Übernahme-
welle von wertvollen, aber in Finanzierungsschwierigkeiten geratenen Unternehmen kommen?*

Ganz klar ja. Die Unternehmen, die genug Liquidität haben, also Cash-stark sind und die Bilanz nicht zu sehr gehebelt haben, die sind jetzt in einer sehr guten Position und können günstig kaufen. Warren Buffet ist bei Swiss Re ja ausgesprochen günstig eingestiegen. Man wird jetzt allerdings nur die kaufen können, die auch verkaufen müssen. Denn jeder, der nicht unbedingt muss, weiss, der Preis ist so niedrig, dass er lieber noch ein bisschen abwartet. Die Herde verhält sich prozyklisch, Leute mit viel Erfahrung wissen, wie man sich antizyklisch verhält. >

Zur Person

Prof. Dr. Günter Müller-Stewens lehrt an der Universität St. Gallen (HSG) Strategisches Management. Er publiziert zu den Themenkreisen Unternehmensführung, Strategisches Management, Mergers & Acquisitions, Organisation und unternehmerischer Wandel. Er ist Gründer und Herausgeber der «M&A Review» und «M&A Review Database». Im Sommer 2009 erscheint sein neues Buch zusammen mit Matthias Brauer zum Thema «Corporate Strategy & Governance: Wege zur nachhaltigen Wertsteigerung im diversifizierten Unternehmen».

www.ma-online.de

«Auch unethisches Verhalten können Sie nicht durch Regulierung und unzählige «Codes» ausschalten.»

Schlägt nicht das Herz eines strategischen Investors gerade im Augenblick höher?

Eigentlich sollte er sich jetzt aufmerksam umschauen, er bekommt Unternehmen angeboten, die er vor einem Jahr noch nicht bekommen hat. Es wird aber noch ein bisschen dauern, bis dies zahlenmässig relevant wird, aber es würde mich erstaunen, wenn es nicht so kommt. Ich gehe davon aus, dass das Niveau der M&A-Aktivitäten durchaus nicht völlig einbricht. Man wird «distressed M&A» sehen, wo Unternehmen nicht anders können, weil sie Konkurs gehen. Oder der andere Fall, «forced M&A», wo man mehr oder minder genötigt wird, weil es sonst keinen Staatszuschuss gibt. Und natürlich Restrukturierungstransaktionen. Deshalb denke ich nicht, dass das Niveau gegen Null heruntersackt. Tendenziell kommen in den neuen M&A-Wellen die Wellentäler immer höher zu liegen als in den vorangegangenen.

Schweizer Firmen stehen als Übernahmziel besonders hoch bei deutschen Unternehmen im Kurs. Was müssen deutsche Firmen in erster Linie beachten, wenn ein derartiges Zusammennicken unter Nachbarn gut gehen soll?

Wie bei jeder grenzüberschreitenden Transaktion ist die Beachtung der kulturellen Unterschiede wichtig. Weil man die Sprache versteht, unterstellt man zu schnell, dass die gleichen Regeln des Zusammenarbeitens gelten. Gleichzeitig hat man gute Voraussetzungen für das Gelingen einer Transaktion, denn beide sind gewohnt, wohl organisiert zu arbeiten. Die Lufthansa-Swiss-Transaktion ist ein Beispiel dafür, wie man unter schwierigen Bedingungen in einer sehr konstruktiven Form zusammengefunden hat.

Was muss man besonders beachten?

Der Deutsche argumentiert direkter. Im Schweizer Umfeld denkt man manchmal, es gebe keine Probleme, obgleich diese dann doch unausgesprochen existieren können. So dauert es dann auch länger,

bis man sich konfrontiert. Beide Kulturen haben aber ein implizites Verständnis, dass Wirtschaften gut organisiert sein muss. Die Schweiz ist auch dadurch geprägt, dass viele Führungskräfte eine Militärausbildung hinter sich haben. Man ist stark über ein hierarchisches Organisationsverständnis geprägt, was in stabilen Situationen von Vorteil, in einem hochdynamischen Umfeld aber eher hinderlich ist. Je nachdem, in welchen Teil Deutschlands Sie gehen, können Sie dies in gleicher Form antreffen.

Die sechste M&A-Welle seit 110 Jahren ist bekanntlich durch viel zu viel billiges Geld entstanden. Haben Sie schon eine Vermutung, was der Auslöser der irgendwann auf uns zurollenden siebten M&A-Welle sein könnte? Ich glaube nicht, dass man das im Moment voraussagen kann. Wenn ich aber mit Leuten aus der M&A-Szene spreche, dann höre ich: Es sind alle schon wieder auf der Suche nach der nächsten Rally. Der entscheidende

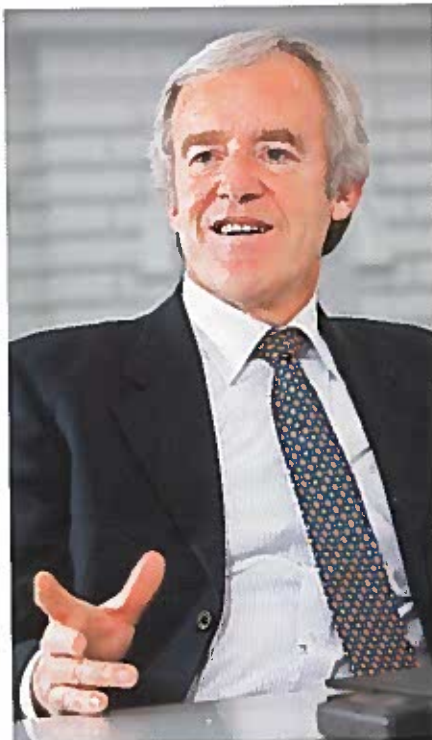
Faktor ist der: Ist es momentan «nur» eine Finanz- und Wirtschaftskrise, oder steuern wir schon mitten in eine Gesellschaftskrise? Werden sich die Geschäftsmodelle der Unternehmen ändern? Zum Beispiel das Thema Nachhaltigkeit, was mancherorts eher noch eine Feigenblattfunktion, überschrieben mit Corporate Social Responsibility, ist, wird noch viel enger mit unternehmerischer Strategie und Verantwortung zu verbinden sein. Auch denke ich, dass Unternehmen besser erklären müssen, für was sie Verantwortung übernehmen. Sie werden genauer definieren müssen, was sie unter Performance verstehen, und alleine unternehmerische Performance wird nicht genug sein. Vielleicht ist es aber auch so, dass, da das Geld schon wieder relativ billig ist, wir im Augenblick bereits wieder die Saat für den nächsten Exzess sähen. Deshalb ist derzeit nicht nur schnelles Handeln angesagt, wie wir es allorts sehen, sondern auch wohl überlegtes.

Vielleicht passen die Leute aber auch auf, und es gibt ganz andere Finanzierungsmodelle?

Da bin ich mir sicher, dass das so ist. Die grosse Frage ist, wo die intelligenten und ehrgeizigen jungen Leute hingehen. Die Finanzmärkte waren ja sehr innovativ und auch lukrativ. Wenn jetzt die Finanzwirtschaft so stark reguliert wird, gehen diese Leute irgendwo anders hin. Um manche ist es wohl nicht schade, aber um andere dann doch. Ich gehe davon aus, dass das Tal noch nicht durchschritten ist. Wenn wir dann aus dem Tal herauskommen, dann geht aus demografischen Gründen der Kampf um Talente gleich zweifach los.

Private-Equity-Fonds als Treiber von M&A sind im Moment so gut wie vom Markt verschwunden. Hedgefonds spielen eine noch geringere Rolle. Hat der Turbokapitalismus ausgedient?

Nein. Diese Gruppen werden ein konstanter Faktor im Kapitalmarkt bleiben. Momentan sind sie wenig sichtbar, weil sie die Finanzierung nicht auf die Beine stel-





len können. Sie haben sich auch angepasst, sind mehr mit Eigenkapital unterfüttert, akzeptieren Dinge, die sie früher nicht akzeptiert hätten. Aber sie werden wieder kommen. Manche halten es für möglich, dass dies die Konglomerate der Zukunft sind. Dies im Sinne, dass ein Exit bewusst nicht mehr gesucht wird, sondern, dass eine Buy-and-Build-Strategie weiterverfolgt wird.

Wie sehen Sie den Unterschied zwischen listed und unlisted private equity? Es gibt Beobachter, die sagen, dass listed private equity keine Zukunft mehr hat.

Für mich geht mit einer zunehmenden Professionalisierung der Märkte auch eine zunehmende Typenvielfalt, eine Ausdifferenzierung einher. Das heisst, dass auch dieser Typ bestehen bleiben wird.

Stehen wir vor einer wirtschaftlichen Eiszeit, da der grassierende Protektionismus den Welt-handel und die internationale Zusammenar-

beit behindert? M&A sind ja auch indirekte Zeichen eines florierenden Handels.

Ich denke schon, dass wir in der nächsten Zeit Anzeichen von Abschottung sehen werden. Das wird aber kaum auf Dauer so sein. Ein Argument der Abschotter, das gar nicht so leicht zu entkräften ist, ist: In einer weniger stark vernetzten Welt sind die Dominoeffekte im Fall von Problemen in einem Land nicht so gross. Je durchlässiger die Systemgrenzen sind, desto ausgeprägter sind auch die Auf- und Abwärts-effekte. Im Augenblick verstärkt sich das nationale Denken. Politiker fordern starke Grenzen für den Kapitalmarkt. Gleichzeitig hätscheln sie aber ihre globalen Unternehmen – siehe Frankreich –, die jedoch auf internationale Geschäfte angewiesen sind. Das ist doch doppelzünftig.

Das Interview führten Robert Jakob und Eugen Stamm.

Anzeige

CMS von Erlach Henrici

Private Equity

CMS von Erlach Henrici bietet Unternehmen und Unternehmern umfassende, effiziente und lösungsorientierte Rechtsberatung im nationalen und internationalen Umfeld. Unsere Transaktionsspezialisten verfügen über langjährige und breite Erfahrung in Private Equity-Transaktionen und beraten in- und ausländische Private Equity-Häuser bei Investitionen.

Innerhalb von CMS, der Organisation führender europäischer Anwaltskanzleien mit über 2'200 Anwälten und Steuerexperten an mehr als 52 Standorten weltweit, gehört Private Equity zu den Fokusgebieten. In enger Zusammenarbeit mit dem IMD in Lausanne entwickeln wir unsere Expertise in diesem Bereich ständig weiter.

Wir freuen uns auf Ihre Kontaktaufnahme.

Kontakt Allgemein:

Patrick Sommer (patrick.sommer@cms-veh.com)

Kontakt Transaktionen:

Oliver Blum (oliver.blum@cms-veh.com)

CMS von Erlach Henrici AG, Dreikönigstrasse 7, Postfach 2991, CH-8022 Zürich

Telefon +41 44 285 11 11, Fax +41 44 285 11 22, www.cms-veh.com

CMS-Mitglieder: CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni (Italien), CMS Albiñana & Suárez de Lezo (Spanien), CMS Bureau Francis Lefebvre (Frankreich), CMS Cameron McKenna (Grossbritannien), CMS DeBacker (Belgien), CMS Derks Star Busmann (Niederlande), CMS von Erlach Henrici (Schweiz), CMS Hasche Sigle (Deutschland), CMS Reich-Rohrwig Hainz (Österreich)