

Markus Menz
Lydia Ebersbach
Jochen Menges
(Hrsg.)

Mergers & Acquisitions

Von der Strategie zur Integration

Tagungsband zum
5. DocNet Management Symposium

Haupt Verlag
Bern · Stuttgart · Wien

1. Auflage: 2007

Bibliografische Information der *Deutschen Nationalbibliothek*

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN: 978-3-258-07296-8

Alle Rechte vorbehalten

Copyright © 2007 by Haupt Berne

Jede Art der Vervielfältigung ohne Genehmigung des Verlages ist unzulässig

Gestaltung Umschlag und Inhalt: René Tschirren

Umschlagbild: © fi online/Prisma

Printed in Switzerland

www.haupt.ch

| | |
|---|-----|
| Markenführung bei M&A – Zwei Praxisbeispiele zur Integration von Unternehmens- und Produktmarken | 145 |
| Benita Brockdorff Stephan Feige | |
| Einsichten und Ausblicke: Spielregeln für erfolgreiches M&A-Management | 161 |
| Lydia Ebersbach Markus Menz | |
| Die Herausgeber | 169 |
| Die Autoren | 173 |

Die sechste M & A-Welle: Charakteristika und Treiber

Günter Müller-Stewens

Einleitung

In diesem Beitrag wird der Versuch unternommen, die Geschehnisse am M&A-Markt zu interpretieren. Die Einschätzungen haben eher spekulativen Charakter, da sie sich Fragestellungen annehmen, zu denen uns bislang empirische Untersuchungen fehlen.

Der Leitmarkt für das M&A-Geschehen ist nach wie vor der US-amerikanische Markt für Unternehmenskontrolle. Nach seinem Hoch im Jahr 1999/2000 und dem darauf folgenden Börsen-Crash hatte man im Jahr 2002 die Talsohle erreicht. Seither rollt nun bereits im fünften Jahr, angetrieben durch die gute Konjunktur, die sechste M&A-Welle. Das US-M&A-Geschäft hatte bereits in 2006 das Volumensniveau des Spitzenjahres 1999 übertroffen. Und bis zum 15. August 2007 wurde nach 58 % des Jahres bereits 78 % des Vorjahresvolumens realisiert. Das Durchschnittsvolumen der Transaktionen hat mit USD 173 Mio. ein Allzeithoch erreicht. In Europa liegt dieser Wert mit USD 177 Mio. sogar noch leicht höher.¹

Diese Entwicklung machte auch vor dem deutschen und schweizerischen Markt nicht halt, wo ebenfalls erhebliche Steigerungsraten und eine ganze Reihe von Mega-Transaktionen verzeichnet werden konnten, wie etwa der Erwerb von Schering durch Bayer (EUR 16,5 Mrd.) oder die Akquisition der britischen BOC Group durch die Linde Group (EUR 11,7 Mrd.).² Fälle wie Forbo, Unaxis, Leica Geosystems, Saia-Burgess oder Saurer sorgten in der Schweiz für Gesprächsstoff zur Rolle von Finanzinvestoren und zur Bedeutung unfreundlicher Übernahmeveruche. In der Schweiz sah man auch eine wachsende Zahl unfreundlicher Übernahmeveruche, die auffallend häufig erfolgreich endeten; und wenn der Angreifer nicht erfolgreich war, so erfolgte oft trotzdem ein Kontrollwechsel an eine dritte Partei. Saurer wurde zum Beispiel von Laxey angegriffen, erfolgreich war aber letztendlich Unaxis/Oerlikon. Bemerkenswert ist dabei, dass die früher so wirkungsvollen juristischen Abwehrmaßnahmen heutzutage nahezu nutzlos sind.

Charakteristika von M&A-Wellen

Betrachtet man in Abbildung 1 die sechs bisherigen M&A-Wellen im zyklischen Markt für Unternehmenskontrolle³, dann fällt folgendes auf:

1 Vgl. zu diesen Werten MergerStat.

2 Siehe Voss (2007) zu einem detaillierten Überblick über die Entwicklungen im deutschsprachigen Raum.

3 Vgl. im Detail zu diesen Zyklen Gaughan (2007).

1. Die Dauer einer Welle (von der Talsohle bis zum Höhepunkt) in der Nachkriegszeit beträgt bislang 6–9 Jahre: 1965–69, 1980–86 und 1991–2000. Die 2002 begonnene Welle befindet sich in ihrem fünften Jahr.
2. Der Abstand zwischen den Höhepunkten scheint sich zu verkürzen, wenn man einmal unterstellt, dass die sechste Welle spätestens in 2008 einen Abschwung erfahren wird, worauf derzeit einiges hinweist: 17, 14, 8, ?.
3. Jede Welle wird durch eine andere dahinter liegende General Management-Logik angetrieben.

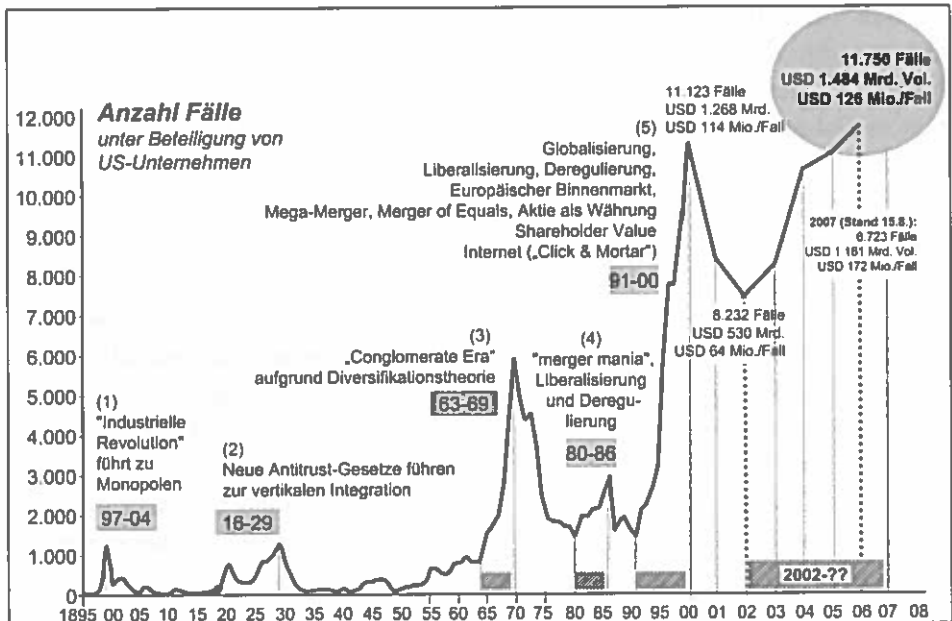


Abbildung 1: US-Merger-Wellen (Quelle: 1895–1920: Nelson (1959); 1921–1939: Thorp & Crowder (1941); 1940–1962: FTC (1971, 1972); 1963 bis heute: MergerStat Review)

Besonderheiten der sechsten M&A-Welle

Was sind nun die Besonderheiten dieser sechsten M&A-Welle? Was sind ihre Treiber? Welchem dominanten General Management-Modell folgen dabei die Entscheidungsträger?

1. Es sind nicht nur einzelne Branchen, die diese Entwicklung treiben, sondern der *Umbau der Wirtschaft der westlichen Industrieländer passiert auf voller Breite*: Insbesondere ist es der Technologiesektor, in dem akquiriert wird. Historisch bemerkenswert ist hier, dass im gleichen Jahr, in dem AT&T als «Mutter» der Telekommunikationsbranche als unabhängiges Unternehmen verschwand,

eine ablösende Technologie («Voice over IP») über den Verkauf des Start up-Unternehmens Skype an Ebay besondere Aufmerksamkeit erfuhr. Im Bankensektor sieht man, trotz der immer noch großen Hindernisse für grenzüberschreitende Zusammenschlüsse, Anfänge einer europäischen Konsolidierung, als zum Beispiel die spanische Banco Santander die britische Abbey kaufte oder die holländische ABN Amro die italienische Banca Antonveneta erwarb, oder nun aktuell der Kampf um ABN Amro selbst.

2. Aufgrund der Ereignisse zu Anfang des neuen Jahrtausends (Crash der Kapitalmärkte, hohe Misserfolgsquote bei M&A usw.), empfundener Unsicherheit (Gefahr von Terrorismus, Ausbreitung von Seuchen usw.) und eines skeptischen Kapitalmarktes (man will dort eine Konzentration auf das Kerngeschäft sehen) war es zu einem gewissen *Rückstau bei den Akquisitionsaktivitäten* der Unternehmen gekommen. Wegen der Angst der Aktionäre vor Wertvernichtung schreckten viele Firmenchefs in den letzten Jahren vor Investitionen in neue Geschäfte zurück. Unter dem Druck ambitionierter Wachstumsstrategien und -ziele stieg aber auch wieder die Risikobereitschaft bei den Akquisitionen.
3. Seitens bestimmter Investorengruppen wuchs der Druck auf die Geschäftsleitungen, innerhalb ihrer Kerngeschäfte zu wachsen. Dies erfolgte dann häufig mittels einer *«Divest to grow»-Strategie*: Man desinvestiert die Geschäfte außerhalb des Kerns, um damit das Wachstum im Kern zu finanzieren.
4. Generell war ein *zunehmender «Shareholder Activism»* zu beobachten, wie ihn zum Beispiel die Geschäftsleitung der Deutschen Börse bei ihrem Übernahmeversuch der Londoner Börse seitens zweier Hedge Fonds erfuhr. Auch üben manche Hedge Fonds Druck auf Konzernleitungen aus, mehr M&A-Transaktionen durchzuführen, da dies Volatilität in eine Aktie bringt. General Electric ist beispielsweise ein Unternehmen, das diesem Druck ausgesetzt ist, obgleich man dort eher das organische Wachstum bevorzugt.
5. Im Prinzip sind es drei strategische Stoßrichtungen, die hinter den Transaktionsaktivitäten stehen: Erstens traf man nach wie vor (aber mit rückläufiger Bedeutung) das *Abstoßen von «Randaktivitäten»* an, die man als nicht zum Kerngeschäft gehörig betrachtet. Durch dieses *«Deleveraging»* wird oft das Ziel der Cash-Generierung zum Abbau von Schulden sowie das Verbessern der operativen Performance verfolgt. Zweitens sucht man nach Skaleneffekten durch meist *internationales Größenwachstum* in den verbliebenen Kerngeschäften. Die stattfindende Dynamisierung der Branchen verlangt größere Volumen und eine globale Präsenz. Von besonderem Interesse sind hier *Konsolidierungsstrategien in wachsenden Märkten* (wie etwa in der internationalen Mobiltelefonie). Und drittens versucht man *innovatives Wachstum* durch das *«Leveraging» der Kernkompetenzen* aus den Kerngeschäften in anderen Geschäften zu erzeugen.

6. Vielleicht wurden die «gewöhnlichen» M&A-Aktivitäten aber auch durch einen neidvollen Blick auf die *Erfolge von Private Equity-Investoren* stimuliert, die teilweise in kurzer Zeit erstaunliche Wertsteigerungen bei ihren Anlageobjekten erzielen konnten (z.B. der Verkauf des Gepäckabfertigers Swissport durch die britische Candover an die spanische Bau- und Dienstleistungsfirma Ferrovial oder in den USA die Verkäufe von Dex Media und Texas Genco, wo innert Jahresfrist der Einstiegspreis beim Ausstieg um ein Vielfaches übertroffen wurde).
7. Nach wie vor trifft man in Europa sehr unterschiedlich liberale und effiziente Kapitalmärkte an. Während in Italien oder Frankreich (z.B. im Fall Sanofi-Aventis) immer mit Interventionen seitens der Politik zu rechnen ist, kann der britische Markt für Unternehmenskontrolle als besonders offen bezeichnet werden. 2005 wurde dies besonders deutlich, als der Londoner Aktienmarkt (im Vergleich zu Kontinentaleuropa) als leicht unterbewertet galt, gleichzeitig aber sehr hohe Eigenkapitalrenditen aufzuweisen vermochte. Britische Unternehmen werden aber auch gerne als Brückenkopf in der eigenen *Globalisierung* gesehen, da diese Unternehmen schon viel früher ihre Internationalisierung – insbesondere auch in die Schwellenländer – betrieben haben. Beispiele dafür waren die Deutsche Post bei Exel oder Linde bei der BOC Group.
8. Seit dem Crash der Kapitalmärkte im Jahr 2000 hat die Rolle der Private Equity (PE)-Unternehmen als Investoren unaufhaltsam zugenommen. Ihren Einfluss gewannen die PE-Unternehmen aus dem Bedarf von Versicherungen, Pensionskassen usw. nach einer Diversifikation ihrer Anlagen. Hinzu kam das Bedürfnis einiger junger Finanzleute, außerhalb dieser institutionellen Strukturen als Finanzdienstleister zu arbeiten. Sie wollten Pools von privatem Kapital gegen eine Gebühr (meist 2%) und Beteiligung am Wertzuwachs (meist 20%) durch Investitionen in Unternehmen managen (vgl. Abbildung 2 zur Funktionsweise eines PE-Unternehmens). Viele M&A-Berater sind nach dem Crash zu PE-Häusern gewechselt oder haben ein eigenes PE-Unternehmen 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.

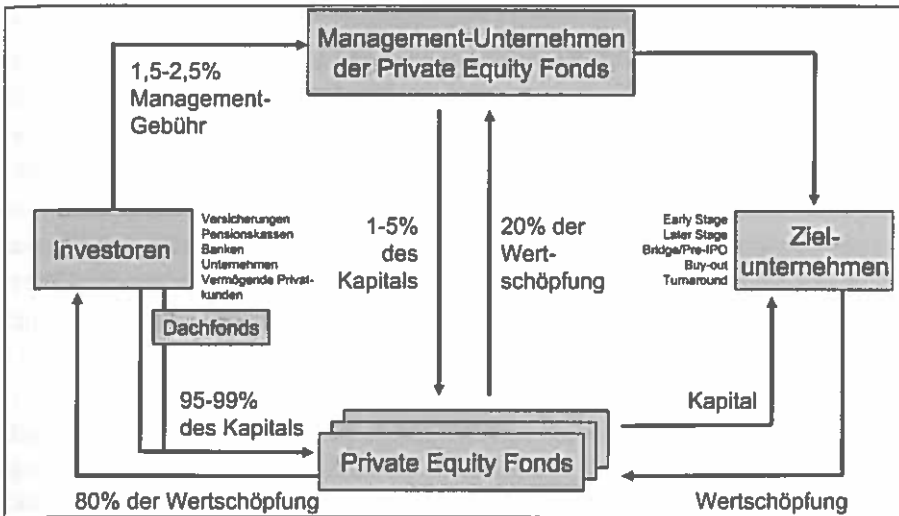


Abbildung 2: Funktionsweise eines PE-Unternehmens (Quelle: In Anlehnung an Hoffmann, 2005)

Im Jahr 2006 generierten die PE-Unternehmen bereits etwa 20 % des gesamten M&A-Deal-Volumens. Fünf Jahre zuvor waren es noch keine 5 %. Die durch PE-Häuser durchgeführten Leveraged Buyouts (LBO) sind weitgehend schuldenfinanziert; das heißt, dass das zur Finanzierung der Transaktion aufgenommene Fremdkapital an die Bilanz des Zielunternehmens gehängt wird. Daraus ergibt sich auch die zentrale Herausforderung eines LBO: Die hohe Schuldenlast und die damit verbundenen Schuldendienste. Deshalb ist zu deren Ausgleich ein hohes Ertragswachstum wichtig. Der Anteil der LBO an den Transaktionen stieg in den USA auf etwa 12 % und in Europa auf gut 16 %. Das Anlagespektrum der PE-Unternehmen reicht vom Gründungskapital für junge Unternehmen bis hin zu Beteiligungen an etablierten Unternehmen. PE-Häuser investieren auch in Risiken, die die bestehenden Eigentümer alleine nie eingehen würden, und sind damit oft auch Treiber des Wandels. Die letzten Jahre zeigten auch, dass PE-Häuser vermehrt in der Lage sind, in große Unternehmen zu investieren. Die früher einmal bekannte Schwelle von EUR 10 Mrd. gilt heute längst nicht mehr, da auch mehrere Fonds zusammenspannen können. Nimmt man heute das gesamte Fondsvolumen der globalen PE-Branche, so würde das Geld (inklusive des Leverage des Volumens) ausreichen, um die DAX30-Unternehmen zu kaufen. Für ein PE-Unternehmen war es schon in 2005 durchaus möglich, innerhalb von drei Wochen einen USD 3 Mrd.-Fonds bei dreifacher Überzeichnung zusammenzustellen.

Als Anfang 2005 Sungard Datasystems für USD 11 Mrd. an ein Konsortium von PE-Unternehmen verkauft wurde, verging kaum ein Tag, an dem nicht neue Gerüchte die Aktienkurse und den Herdentrieb an der Wall Street stimulierten – und bei den Banken führten schon die bloßen Gerüchte durch spekulative Käufe zu respektablen Kommissionseinnahmen. Es folgten denn auch die Verkäufe von Unternehmen wie Nieman Marcus (für USD 6 Mrd.) oder Hertz (für USD 15 Mrd.). Doch manchen Investor kosteten seine Spekulationen sehr viel Geld, wenn denn die generell sehr vorsichtigen PE-Unternehmen bei zu hohen Aktienkursen (aufgrund des hohen Verschuldungsgrades bei ihren Transaktionen) von ihrer Kaufabsicht wieder Abstand nahmen (z. B. im Falle des Warenhauses Saks).

Das Vordringen der PE-Unternehmen als Investoren fand auch in Europa statt. So kam es denn auch in der Schweiz zu einer ganzen Reihe von Transaktionen unter der Beteiligung von PE-Unternehmen: SIG Holding AG (CVC Capital Partners), Saurer AG (Laxey), Forbo Holding AG (CVC Capital Partners), Unaxis Holding AG (Victory Industriebeteiligung AG), Sulzer AG (InCentive Capital AG) usw.

Heute spielen PE-Unternehmen auch eine wichtige Rolle in der Unterstützung von Konzernen bei ihren Portfolio-Restrukturierungen, indem sie als Käufer bei Desinvestitionen aus dem Konzern-Portfolio einsteigen, wo sich oft auch gar kein strategischer Käufer gefunden hätte. So konnte DaimlerChrysler Anfang August erleichtert verkündigen, dass nun das Closing für die im Mai 2007 angekündigte Abgabe der Mehrheit an der Chrysler Group sowie für das dazugehörige nordamerikanische Finanzdienstleistungsgeschäft für EUR 5,5 Mrd. (USD 7,4 Mrd.) an eine Tochtergesellschaft des PE-Unternehmens Cerberus Capital Management, L.P., New York, abgeschlossen sei. Eine Tochtergesellschaft von Cerberus übernimmt 80,1% an der neuen Chrysler Holding LLC; DaimlerChrysler behält einen Anteil von 19,9%. Darüber hinaus haben DaimlerChrysler und Cerberus vor dem Hintergrund der sehr volatilen US-Kreditmärkte vereinbart, die Finanzierung der mehrheitlichen Übernahme von Chrysler zu unterstützen. Beide Unternehmen werden dem Industriegeschäft der Chrysler Group eine nachrangige Kreditlinie mit einem Volumen von USD 2 Mrd. zur Verfügung stellen, die innerhalb eines Jahres zu ziehen ist. Auf DaimlerChrysler entfällt dabei ein Anteil von USD 1,5 Mrd.

PE-Unternehmen waren zu Anfang der sechsten M&A-Welle als Akteure in der Öffentlichkeit noch weitgehend unbekannt. Es wurde ihnen – und wird immer noch – mit viel Skepsis begegnet. Diese Unwissenheit wurde auch durch den deutschen Vizekanzler Franz Müntefering zu einer Polemisierung genutzt. Er charakterisierte die PE-Unternehmen (und Hedge Fonds) als gierige Inves-

toren, die gleich Schwärmen von «Heuschrecken» über Firmen herfielen, dort Arbeitsplätze vernichten und sich dann mit einer ordentlichen Wertsteigerung in der Tasche nach kurzer Zeit wieder aus dem Staub machen. Blackstone ist ein solches PE-Unternehmen, das im Mai 2005 noch auf der «Heuschrecken»-Liste von Franz Müntefering stand. Wenig später erwarb Blackstone als «willkommener Aktionär» 4,5 % der Deutschen Telekom zum Gesamtkaufpreis von EUR 2,68 Mrd. Das 1985 gegründete US-Unternehmen hat seine Fonds in Höhe von über USD 14 Mrd. in über 90 Unternehmen weltweit investiert. Seit 2007 ist es nach einem erfolgreichen IPO an der Börse notiert.

Inzwischen konnten allerdings verschiedene Untersuchungen den positiven Beitrag der PE-Unternehmen für die Volkswirtschaft aufzeigen. Das Vorhandensein geeigneter Finanzierungsformen spielt speziell für Unternehmen in einer frühen Phase ihrer Entwicklung eine bedeutsame Rolle. Die langjährige Wachstumsschwäche in den deutschsprachigen Ländern kann auch damit erklärt werden, dass man beim Einsatz von Risikokapital international im Rückstand war.

9. Aufgrund der wachsenden Anzahl der am Markt tätigen PE-Unternehmen ist der Kampf um attraktive Zielunternehmen deutlich gewachsen, was auch die Preise nach oben trieb. Und nicht selten werden inzwischen Beteiligungen von einem PE-Unternehmen zum nächsten weitergereicht. Daraus erwächst das Problem, dass bereits beim ersten Halter der Beteiligung – zur Realisierung eines finanziell attraktiven Ausstiegs – die meisten der klassischen Werttreiber zur Anwendung gekommen sind. Damit stellt sich die Frage, welche neuen Werttreiber einem zweiten Halter einer Beteiligung noch zur Verfügung stehen, da dieses PE-Unternehmen ebenso nach einem attraktiven Ausstieg aus seinem Engagement sucht. Hier spielen die so genannten *Buy & Build-Strategien* (oder «leveraged build-up», «strategic roll-up», «consolidation play») inzwischen eine bedeutsame Rolle: In einer fragmentierten, aber meist überdurchschnittlich wachsenden Branche mit Konsolidierungspotenzial erwirbt sich ein PE-Unternehmen über einen LBO eine erste, initiale Beteiligung. Diese so genannte «Plattform» wird nach und nach durch eine ganze Reihe weiterer Unternehmenskäufe aus der gleichen Branche ergänzt («add-on acquisitions»), um aus der wachsenden Größe der Gruppe Wirtschaftlichkeitsvorteile zu 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 generelle Beurteilung der Buy & Build-Strategien zulassen: Erstens kann bei der deutlichen Mehrheit der

Buy & Build-Transaktionen eine minimale IRR (Internal Rate of Return) von 25 % erreicht werden. Zweitens ist der Investitionshorizont bei Buy & Build-Strategien mit 4–5 Jahren etwas länger als bei Stand-alone-Buyouts.

10. Die Kapitalmärkte befanden sich über die letzten Jahre in einer günstigen Situation was die Finanzierung von Akquisitionen anbelangt. Erstens sind bei wachsenden Aktienmärkten die *Aktien tendenziell hoch bewertet*, ohne überbewertet zu sein. Zweitens verfügen die Unternehmen aus ihren Restrukturierungsprogrammen über *umfassende Bar-Reserven und hohen Cashflow*. Die Unternehmen hatten nach dem Platzen der New Economy-Blase im Jahr 2000 weitgehend ihre Bilanzen saniert. Und drittens gab es dort, wo man sich verschulden musste, ein *Überangebot an sehr günstigem Fremdkapital*.

Natürlich stellt sich nun auch bei dieser sechsten M&A-Welle die Frage, wann sie wieder abschwngen wird, nachdem sie sich ja nun bereits im fünften Jahr befindet. Vorhersagen kann das wohl niemand, doch was könnten Signale sein, die auf eine Überhitzung des Marktes für Unternehmenskontrolle hinweisen.

Indikatoren für den Abschwung einer M&A-Welle

Glauben wir an die oben geäußerte Hypothese, dass M&A in Zyklen verläuft, dann stellen sich automatisch eine Reihe von Fragen: Wann schwingt diese sechste M&A-Welle, in der die Märkte sich derzeit befinden, wieder ab? Wird es zu einer «sanften Landung» kommen, oder wird dies abrupt geschehen? Wird dies wieder synchron zu den Aktienmärkten geschehen?

Sicher vorhersagen lassen sich solche Entwicklungen natürlich genauso wenig wie die Entwicklung der Aktienmärkte. Doch gibt es vielleicht Frühwarnsignale, die darauf hindeuten, dass eine Trendwende zu erwarten ist? Empirisch basiertes Wissen ist hier nicht bekannt. Jedoch gibt es eine Reihe von erfahrungsbasierten Beobachtungen, die uns durchaus Hinweise geben können.

1. *Am Ende der Welle sind die Käufer bereit, deutlich größere Risiken einzugehen.* So versuchte man in solchen Situationen zum Beispiel auch drei Unternehmen gleichzeitig in eines zu fusionieren – als ob die Herausforderung einer Zweier-Fusion nicht schon groß genug wäre.
2. *Das Ende einer Welle kann eintreten, wenn das angebotene Kapital zur Finanzierung der Transaktionen zu knapp oder – zum Beispiel wegen eines Zinsanstiegs – zu teuer wird.* Die Kapitalknappheit im August 2007 im US-Hypothekenmarkt löste auch eine Kapitalknappheit bei der Finanzierung von Übernahmen aus. Wegen der Liquiditätsprobleme der involvierten Gesellschaften, stießen diese

- um zu überleben – auch Aktienpakete aller Art ab, weshalb diese Situation nicht nur die Kurse der direkt betroffenen Finanzdienstleister belastete, sondern die gesamte Börse.
3. *Am Ende einer Welle wird wieder mehrheitlich mit Aktien bezahlt.* Eine M&A-Welle geht in ihrem Höhepunkt immer auch mit einem boomenden Aktienmarkt einher. Sobald die Käufer den Eindruck haben, dass ihr Unternehmen eher überbewertet ist, werden sie versuchen mit Aktien, der dann gegenüber der Cash-Bezahlung «billigeren» Währung, zu bezahlen.
 4. *Am Ende einer Welle nimmt die Anzahl der öffentlichen Ankündigungen von Transaktionen, die kurz darauf wieder abgesagt werden, oft stark zu.* Dies ist ein Zeichen operativer Hektik bei den Beteiligten im Markt, die die Gunst der Stunde noch nutzen wollen, aber das Vorhaben nicht mehr sorgfältig genug durchdacht haben.
 5. *Am Ende einer Welle sind die zu bezahlenden Multiples oft auf ein Vielfaches der Multiples zu Anfang der Welle hochgegangen.* Dies ist meist deshalb der Fall, weil das Angebot an noch verbleibenden attraktiven Zielunternehmen stark rückläufig ist und die Konkurrenz um den Erwerb dieser Unternehmen immer intensiver geworden ist. Man zahlt dann ein zu hohes Premium auf Basis zu optimistischer Synergie- und Marktszenarien. So trifft man speziell im Technologiebereich bereits wieder Transaktionen an, die auf eine beginnende Überhitzung der Märkte schließen lassen. Gewisse Ähnlichkeiten zu der Phase vor dem Platzen der Internet-Blase sind unübersehbar. Auch jetzt werden bereits wieder Unternehmen ohne Gewinne nur aufgrund ihres Potenzials zu enormen Preisen gekauft. Ein entscheidender Unterschied zur letzten Boom-Phase ist allerdings der, dass sie diesmal durch professionelle Investoren angeheizt wird.
 6. *Das Ende einer Welle wird auch dadurch eingeläutet, dass die Gewinnerwartungen der Unternehmen rückläufig sind.* Diesem Punkt ist besonders dann Beachtung zu schenken, wenn eine Wirtschaft schon eine mehrere Jahre andauernde Wachstumsphase hinter sich hat.

Wendet man diese Kriterien auf die aktuelle M&A-Welle an, so sind einige davon derzeit erfüllt (2 und 5). Das heißt zumindest, dass eine erhöhte Vorsicht geboten ist. Gleichzeitig scheint es in den Unternehmen noch gute Potenziale zur Wertsteigerung zu geben. Die Umsetzung der Restrukturierungs- und Wachstumsstrategien vieler europäischer Unternehmen könnte durchaus noch eine kraftvolle Fortsetzung erfahren. Viele Unternehmen erfreuen sich nach wie vor eines hohen Aktienkurses, eines soliden Ertragswachstums sowie teilweise historisch hoher Cashflows und Barbestände, die sie nun für Akquisitionen einsetzen können.

Mehr gefährdet scheint der Teil des Marktes der durch Private Equity finanzierten Übernahmen zu sein, für den vielerorts bereits auch das Kriterium 5 zutrifft. Einerseits wurden dort bereits sehr große Fonds aufgelegt, die noch zur Anlage gebracht werden müssen. Andererseits werden teilweise bereits wohl überbewertete Preise bezahlt, da die Anzahl der attraktiven Zielunternehmen rückläufig ist. Auch könnte die langsam wieder steigende Attraktivität alternativer Anlagen die Geldströme in Richtung der PE-Unternehmen etwas abbremsen.

Mit einer M&A-Welle geht aber – trotz hoher Cash-Bestände – auch immer eine Erhöhung des Verschuldungsgrades einher. Dies gilt insbesondere auch für die durch PE-Häuser erworbenen Unternehmen. Standard & Poor's warnt auch bereits seit geraumer Zeit, dass die Kreditqualität sinken wird. Hinzu kommt die Gefahr, dass sich die Zinsen in der Euro-Zone wieder erhöhen und die Refinanzierungskonditionen verteuern.

Zusammenfassend deutet heute vieles auf eine gewisse Abschwächung der sechsten M&A-Welle in 2008 hin, das heißt man hofft auf eine «weiche Landung». Dazu muss allerdings gesagt werden, dass aufgrund der Verflochtenheit schon allein der Finanzsysteme niemand die vollen Risiken übersieht, die zum Beispiel von einer Krise wie der derzeitigen im US-Immobilienmarkt für die Weltwirtschaft ausgehen.

Und spannt man den Bogen etwas weiter, so ist auch auf die Risiken hinzuweisen, die unsere hochgradig global vernetzte Weltwirtschaft heutzutage besonders verletzlich machen, und die zu globalen, selbstverstärkenden Kettenreaktionen und Schocks führen können. Betrachtet man die Liste der bislang unzureichend gelösten Herausforderungen der Weltwirtschaft, so ist diese eher länger, als kürzer geworden: Wie kann die zunehmende Gefahr eines aufkommenden Protektionismus gelöst werden? Wie wird man mit den vom Ölmarkt hervorgerufenen Verwerfungen umgehen? Wie kann eine weitere Liberalisierung des Güter- und Dienstleistungshandels durch die Doha-Verhandlungsrunde der Welthandelsorganisation gesichert werden? Wie wird die anstehende Korrektur des enormen Leistungsbilanzdefizits der USA und der damit verbundenen Überschüsse anderer Länder ausfallen? Wie gelingt es, die festgefahrene Integration Europas wieder in Schwung zu bringen? Welche weitere Entwicklung wird der gewaltige Aufstieg von Indien und China erfahren und wie wird die Welt damit umgehen? Diese Herausforderungen sind auch deshalb nicht zu unterschätzen, da sie auf eine relativ große Führungslosigkeit treffen. Hier kann es zu disruptiven Ereignissen kommen, vor denen auch der Markt für Unternehmenskontrolle nicht verschont bleiben würde.

Gleichgültig wann diese Welle zu Ende geht, der Markt für Unternehmenskontrolle wird nicht wieder in seinen Alt-Zustand zu Anfang der Welle zurück-

fallen, sondern einige Elemente der aktuellen Welle werden vermutlich erhalten bleiben und sich in der nächsten Welle wiederfinden. Was könnte aus der sechsten Welle bleiben?

1. Das Plateau, auf dem sich der Abschwung in der Talsohle des Zyklus wieder stabilisieren wird, wird auf einem höheren Niveau liegen, als im vorherigen Zyklus. Das aktive Portfolio-Management ist heute zum festen Bestandteil eines Corporate Management von diversifizierten Unternehmen geworden. Allein schon aufgrund der immer höheren Vernetztheit unserer globalen Welt und der sich daraus ergebenden Rückkoppelungen wird es immer neue, oft auch diskontinuierlich auftretende Gründe für Portfolio-Restrukturierungen geben.
2. Viele Unternehmen haben gelernt, sich auf der Corporate-Ebene Know-how zum Management von M&A aufzubauen, das die Fehlerrate bei Akquisitionen verringern dürfte. Dies gilt auch für das Management von Akquisitionsserien zur Umsetzung neuer Unternehmensstrategien. Auch geht man an das Thema M&A «nüchterner» heran (nach dem Vorbild der Private Equity-Investoren?), so dass es nicht zu so vielen euphorischen Fehleinschätzungen kommt.
3. Private Equity-Unternehmen (und auch die Hedge Fonds) konnten sich im Markt als wichtige Investorengruppe erfolgreich etablieren. Auch wenn am Ende der Welle eine ganze Reihe von ihnen aus dem Markt gehen müssen wird, werden sie als Käufertyp im Markt bleiben. Auch wenn ihr Handeln vermutlich durch neue gesetzliche Vorschriften genauer geregelt werden wird (Transparenz usw.), so haben ihre Managementprinzipien auch außerhalb ihrer Branche Beachtung gefunden. Auch ist das Potenzial, die durch sie etablierten Hebel der Wertsteigerung zum Einsatz zu bringen, sicher noch nicht ausgeschöpft, auch wenn das Wissen darüber bereits in die Unternehmenswelt diffundiert ist. Auch wird sich die Private Equity-Branche dann in gewissen Teilen in ihrer Zielsetzung selbst erneuern. So fragt man sich zum Beispiel, ob aus ihnen teilweise die nächste Generation von Konglomeraten erwachsen wird.

Fazit

Was bislang noch undiskutiert blieb, sind die Veränderungen im M&A-Geschäft selbst und die daraus erwachsenen Herausforderungen. Ein zu klärendes Thema dürften die zunehmend zu erwartenden Interessenkonflikte – in einer Zeit, in der die Toleranz für Interessenkonflikte schwindet – sein. Solche Konflikte erwachsen aus der Zunahme der Auktionen, der «Club Deals» (Konsortien als Bieter) und des «stapled financing» (z. B. Verkäufer organisiert die Finanzierung) oder aus der Tat-

sache, dass nur noch vier global tätige Wirtschaftsprüfungsgesellschaften im Markt sind, die dann ab und zu mehrere Parteien bei einer Transaktion gleichzeitig vertreten, und ähnlich wenn eine Kanzlei verschiedene Kaufinteressenten gleichzeitig in einer Auktion vertritt.

Es kann weiter davon ausgegangen werden, dass die regulatorischen Rahmenbedingungen immer dichter und bestimmender für das Handeln am Markt für Unternehmenskontrolle sein werden. Eine Rolle spielen dabei zum Beispiel (1) die Bemühungen um eine internationale Harmonisierung (EU-Übernahmerichtlinien, IFRS, Societa Europea usw.), (2) die neuen Disclosure Standards (Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance Regeln usw.) aber auch (3) der nationale Protektionismus, in der Form, dass politisch auf Transaktionen Einfluss genommen wird (Sanofi/Aventis, E.On/Endesa usw.).

Man darf abschließend gespannt sein, wie sich das Verhältnis zwischen den strategischen Käufern und den PE-Unternehmen entwickeln wird. Das Auftreten der PE-Unternehmen brachte für die strategischen Käufer eine ganze Reihe von Nachteilen mit sich, die es nun zu überwinden gilt. General Electric beispielsweise betont in ihrem aktuellen Geschäftsbericht ziemlich auffällig die Vorteile der langfristigen Ausrichtung ihrer Geschäftspolitik. Wird dies nun seine Wirkung entfalten?

Literatur

- Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (4th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Hoffmann, N. (2005). *German Buyouts Adopting a Buy-and-Build Strategy*, Dissertation Universität Halle-Wittenberg.
- Nelson, R. (1959). *Merger Movements in American Industry: 1895–1956*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Thorp, W. & Crowder, W. (1941). *The Structure of Industry*. Washington, DC: GPO.
- Voss, I. (2007). M&A-Rekordjahr 2006: Deutschland im weltweiten Trend. *M&A Review*, H. 2, S. 49–56.