

ADVISORY NOTES.

N°6 | Oktober 2009

M&A für den Mittelstand –
Keine Kür mehr, sondern Pflicht.

M&A-Transaktionen - vielfach als die „Königsdisziplin der Betriebswirtschaftslehre“ bezeichnet - zählen heute zum Standardrepertoire der strategischen Unternehmensführung von Konzernen. Mittelständler setzen sich dagegen häufig immer noch lediglich opportunistisch mit dem Kauf und Verkauf von Unternehmen auseinander. Bei eigentümergeführten Unternehmen taucht das Thema sogar oft zum ersten Mal dann auf, wenn die eigene Nachfolge ansteht.

Die Anzahl an M&A-Transaktionen hat sich weltweit vervielfacht

M&A als Kür zu betrachten, kann sich heute allerdings kein Unternehmen mehr erlauben. Sich mit den M&A-Trends der eigenen Branche auseinanderzusetzen ist Pflicht: Die Anzahl an M&A-Transaktionen hat sich weltweit in den letzten Jahren vervielfacht und der Anstieg beschleunigt sich weiter. Gründe hierfür sind u.a. die schneller werdende Globalisierung und der Fortschritt der Kommunikations- und Informationstechnologien. Dies wiederum beschleunigt die Konzentration ganzer Branchen und damit die Anzahl an Unternehmensübernahmen.

Großunternehmen verfügen in der Regel über Stabsstellen, die Kauf- und Verkaufstendenzen in ihrer Branche laufend beobachten. Aufgrund ihrer Größe und ihres damit einhergehenden Bekanntheitsgrades, kommen sie zudem mit zahl-

reichen M&A-Aktivitäten ihrer Branche direkt in Berührung, indem sie als potentieller Käufer oder aber hinsichtlich ihrer Bereitschaft, gewisse Teilbereiche zu veräußern, von anderen Marktteilnehmern angesprochen werden. Des Weiteren werden sie auch von den größeren Investmentbanken mit relevanten Informationen versorgt. Die regionalen Banken, häufig die alleinigen Hausbanken des Mittelstandes, verfügen nicht über das notwendige Fachwissen und auch nicht über die erforderlichen Datenbanken, um ihren Kunden diesen Service bieten zu können.

Hausbanken verfügen oftmals nicht über das notwendige Fachwissen

Wie kann sich der Mittelstand mit M&A-Optionen auseinandersetzen? Welche Trends muss der Unternehmer im Blick haben? Zur Beantwortung dieser Fragen geht diese Advisory Note in zwei Schritten vor.

- 1. Welche übergreifenden M&A-Trends gibt es und was sind die treibenden Kräfte dahinter?*
- 2. Welche Entwicklungen am M&A-Markt der eigenen Branche gilt es als Unternehmer aufmerksam zu beobachten?*

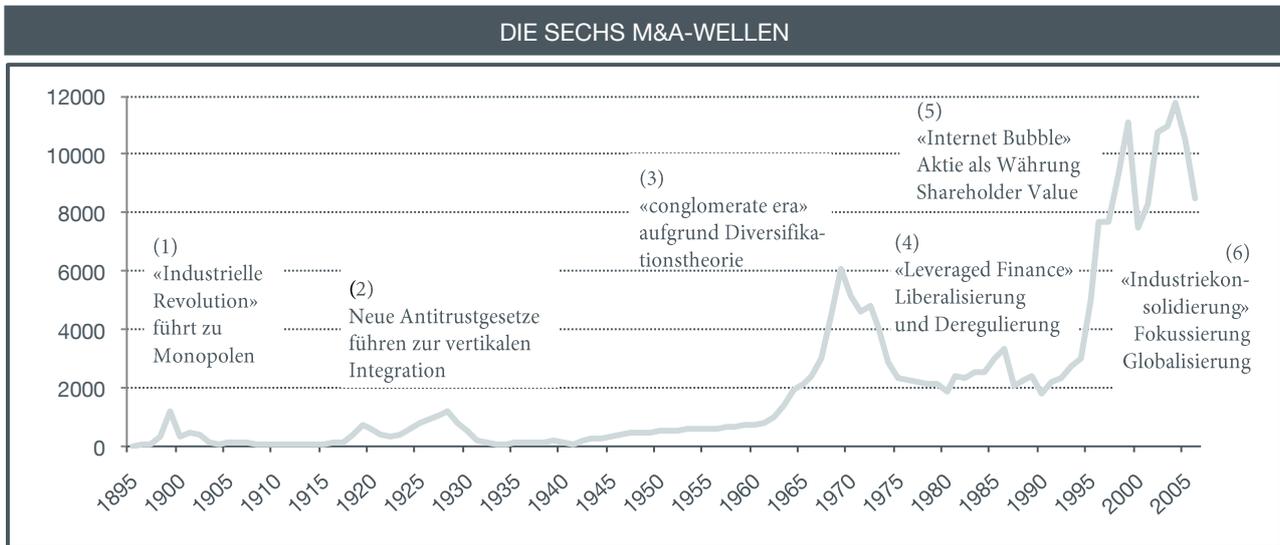


Abb. 1: Anzahl der Transaktionen pro Jahr unter Beteiligung von US-Unternehmen (dies entspricht in etwa einem Drittel des weltweiten Volumens); Quellen: 1895–1920: NELSON (1959); 1921–1939: THORP / CROWDER (1941), 1940–1962: FTC (1971, 1972), 1963–heute: MERGERSTAT REVIEW.

Übergreifende M&A-Trends

Seit Ende des 19. Jahrhunderts wurden sechs M&A-Wellen beobachtet, die sich durch die dahinterliegenden treibenden Kräfte in Form von dominanten Management-Logiken, aber auch durch die Anzahl der Transaktionen und ihre jeweilige Dauer unterscheiden. Die vierte Welle, die zwischen 1984 und 1989 ihren Höhepunkt mit ca. 3.000 Transaktionen jährlich erreichte, wurde erstmals von finanzwirtschaftlichen Überlegungen getrieben, wie der Nutzung des Leverage Effektes¹ oder der Erkenntnis, dass die Einzelteile u.U. mehr Wert sind als das Gesamtunternehmen. Bei der fünften Fusionswelle, die von 1995 bis 2000 verzeichnet wurde, konnten im Peak bereits ca. 11.000 Transaktionen gezählt werden, bei der sechsten zwischen 2004 und 2008 ca. 12.000.

¹ Leverage Effekt: Als Leverage wird die **Hebelwirkung** der Finanzierungskosten des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalverzinsung verstanden. So kann durch den Einsatz von **niedriger verzinstem Fremdkapital** die **Eigenkapitalrendite einer Investition gesteigert** werden.

Der Konsolidierungsdruck ist heute die treibende Kraft hinter den Transaktionen

Der klare Trend des Anstiegs von M&A-Transaktionen, aber auch die Verkürzung der Abstände der M&A-Wellen sind eindeutig messbar.² Im Jahr 2007 konnten über 70% aller M&A-Transaktionen als Konsolidierungstransaktionen qualifiziert werden.³ Ein verantwortungsvoller Unternehmer kommt also nicht umhin, die Konsolidierungstrends seiner Branche intensiv zu beobachten und konsequente Schlussfolgerungen daraus zu ziehen.

Hilfreich, um ein Verständnis für Konsolidierungstrends zu bekommen ist die in ihrer Ein-

² Vgl. JANSEN (2008): Mergers & Acquisitions, S. 60 ff.

³ Vgl. THE BOSTON CONSULTING GROUP (2007): The Brave new World of M&A – How to Create Value from Mergers and Acquisitions, S. 6.

fachheit überzeugende Theorie des Merger Endgames,⁴ die besagt, dass jede Industrie einen ähnlichen Lebenszyklus durchläuft. Mit Hilfe dieser Theorie können Fusionen und Industriekonsolidierungen mit hoher Wahrscheinlichkeit vorhergesagt und damit konkrete Handlungsempfehlungen für die Unternehmensführung gegeben werden.

**DAS ‚MERGER ENDGAME MODEL‘
STELLT FOLGENDE AXIOME AUF**

- Es gibt keine optimale oder maximale Unternehmensgröße. Nur kontinuierliches Wachstum sichert das Überleben des Unternehmens.
- Organisches Wachstum ist nicht gleich erfolgreiches Wachstum. Um schneller (und erfolgreicher) zu sein als der Wettbewerb, sind Fusionen unvermeidlich.
- Alle Branchen konsolidieren sich und folgen einem ähnlichen Entwicklungspfad.
- Es gibt keine Marktnischen, die es zu schützen gilt (bzw. in denen man überleben kann).
- Unternehmen erreichen in den letzten Phasen des Konsolidierungsprozesses die höchste Rentabilität. In diesem Stadium entsteht ein oligopolistischer Markt, der es den noch verbleibenden Playern erlaubt, die Preise zu gestalten und so hohe Gewinne zu erwirtschaften.

Verfolgt der Unternehmer die M&A-Aktivitäten seiner Branche aufmerksam, so kann er diese und damit sein Unternehmen auf der S-Kurve der Industriekonzentration einordnen und daraus Handlungsoptionen für eine aktive Positionierung in seiner Industrie ableiten. Häufig bedeutet dies in der Konsequenz: Kaufen oder verkaufen.

⁴ Vgl. DEANS, KRÖGER, ZEISEL (2002): Merger Endgames – Strategien für die Konsolidierungswelle.

Zu beobachtende M&A-Trends

In der Regel stürzen sich klassische **Finanzinvestoren** auf Unternehmen in reifen Industrien mit stabilen Cash-Flows. Die konstanten Cash-Flows sind notwendig, um das grundsätzliche Geschäftsmodell der meisten Finanzinvestoren zu erfüllen, nur einen bestimmten Teil des Kaufpreises in Form von Eigenkapital aufzubringen und den Rest mit Krediten zu finanzieren (Leverage-Effekt). Solche Märkte sind beispielsweise Reha-Produkte oder einige Flugzeugkomponenten, beides stabile Industrien mit relativ sicheren, stabilen Wachstumschancen ohne größere Schwankungen.

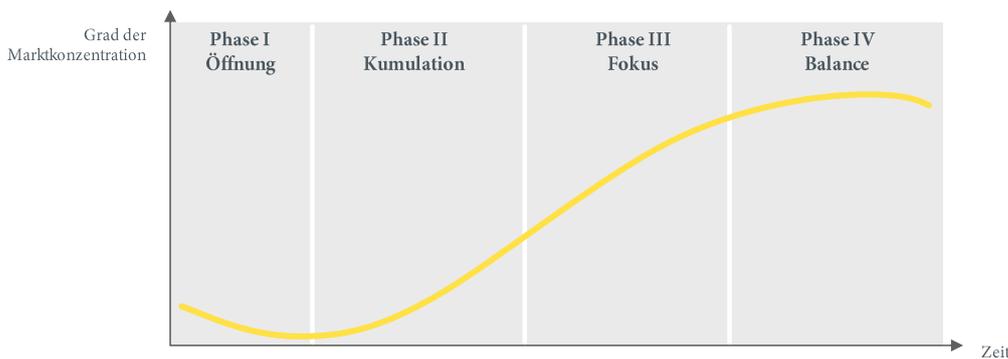
**Spätestens beim Auftauchen von
Finanzinvestoren wird es Zeit, sich
mit M&A auseinanderzusetzen**

Der ideale Einstiegszeitpunkt für einen Finanzinvestor ist Mitte der Phase II (siehe Abb. 2), der ideale Ausstiegszeitpunkt Mitte Phase III. Mitte Phase II zeigt sich in der Regel schon deutlich, wer erfolgreich die weiteren Jahre gestalten kann. Mitte Phase III lassen sich gerade noch die höchsten Verkaufspreise erzielen. Tauchen im eigenen Markt die ersten Finanzinvestoren auf, so wird es spätestens Zeit, sich mit M&A-Fragestellungen auseinanderzusetzen. Der Konzentrationsprozess wird wiederum durch Finanzinvestoren beschleunigt, da diese ihre gekauften Unternehmen häufig gezielt mit weiteren Akquisitionen ergänzen („Buy-and-Build-Strategie“). Als Unternehmer kann ich diese Unternehmen folglich nicht

mehr erwerben, andererseits können sie mir aufgrund ihrer Größenvorteile aber nun gefährlich werden. Insbesondere, wenn der Finanzinvestor am Ende der Haltedauer seinen Exit im Verkauf an einen strategischen Investor sucht und mittelständische Unternehmen aufgrund zu geringer Kaufkraft außen vor bleiben, verschärft sich die Situation für diese erneut.

Es sind allerdings nicht die Finanzinvestoren, die bei der Beobachtung neuer Marktakteure die höchste Aufmerksamkeit erzielen sollten. Die Beweggründe der vermeintlich **Branchenfremden** zu ergründen, ist mindestens genauso spannend. Natürlich haben sich beispielsweise relativ früh die branchennahen Energieversorger an einer Vielzahl kleinerer Unternehmen im Be-

DIE S-KURVE DER INDUSTRIEKONZENTRATION



- Phase I - Öffnung** Der Markt ist nicht oder kaum konzentriert; erste Akquisitionen werden getätigt; Deregulierungs-, Start-up- oder Spin-off-Industrien
- Phase II - Kumulation** Größe wird entscheidend; wichtigste Spieler bilden sich heraus und es entstehen erste Marktriesen; Konzentrationsgrad in manchen Industrien bis zu 45% (=Marktanteil der drei größten Unternehmen einer Industrie); Konsolidierungsgeschwindigkeit ist auf dem Maximum; aufgrund des starken Wachstums können Unternehmen erhebliche Skaleneffekte nutzen
- Phase III - Fokus** Die wichtigsten Territorien sind abgesteckt, zukünftige Weltmarktspieler haben sich herauskristallisiert; die erfolgreichen Marktteilnehmer bauen ihr Kerngeschäft aus, tauschen nicht zum Kerngeschäft gehörende Bereiche aus oder stoßen sie ab; die Konsolidierungsgeschwindigkeit lässt nach, während die Tendenz zu Mega-Fusionen zunimmt
- Phase IV - Balance** Einige wenige Akteure dominieren die Industrie; der Konsolidierungsgrad beläuft sich auf bis zu 90%; Industriegiganten, die ihre Wettbewerber weitgehend aus dem Markt gedrängt haben, beherrschen den Wettbewerb; an die Stelle der Fusionen treten Allianzen; Akquisitionen und Übernahmen sind in dieser Phase schwierig geworden

reich erneuerbaren Energien beteiligt. Diese eher breit gestreuten Beteiligungen sind typisch für Phase I, in der sich noch nicht herauskristallisiert hat, welche Technologien/ Standards das Rennen machen werden. Diese „Gießkannen“- oder „Auf mehrere Pferde setzen“-Strategie können sich jedoch nur wenige Großunternehmen leisten.

Richtig interessant wird es spätestens dann, wenn die industriefremden Konzerne einsteigen. Am Beispiel der Solarbranche war dies, als Bosch oder GE mit den ersten Akquisitionen begonnen haben. Eigentlich ist es für die übrig gebliebenen kleinen Marktteilnehmer nun fast schon zu spät. Ihre Aktivitäten lassen sich auch bei noch guten Wachstumszahlen und Renditen mit Überlebenskampf beschreiben. Die Marktmacht und Größenvorteile, die Konzerne mitbringen, werden für die kleineren Akteure zur akuten Bedrohung. Sobald der Einstieg von Giganten beobachtet werden kann, muss das eigene Unternehmen deshalb über eine klare, bedingungslos umzusetzende M&A-Strategie verfügen.

M&A ist ein Zeichen sich verändernder Geschäftsmodelle

Der **Eintritt neuer Akteure** in den Markt ist neben den daraus abzuleitenden Konsolidierungstrends auch noch aus einem weiteren Grund interessant: Häufig deutet er eine Veränderung in der Wertschöpfung und eine Neuausrichtung des Geschäftsmodells an. Dies zeigt sich insbesondere bei der Akquisition bestehender Marktakteure

durch Unternehmen anderer Wertschöpfungsstufen. In vielen Zulieferindustrien hätte der Trend der Vorwärtsintegration rechtzeitig erkannt werden können. Als Beispiel dient hier der Zeitpunkt in der Möbel- oder Textilindustrie, als erste Qualitätshersteller begannen, Marken zu erwerben, um Ihre Produkte besser positionieren zu können. Bei Textilien ausgeprägter als bei Möbeln haben markenlose Unternehmen heute, wenn überhaupt, nur noch eine Chance, wenn sie über riesige Skalenvorteile verfügen. Hätte ein Unternehmer diesen M&A-Trend rechtzeitig erkannt und richtig gedeutet, hätte er entweder schnellstmöglich verkauft, selbst Skaleneffekte akquiriert, oder sich auch eine oder mehrere Marken angeeignet. Das ausschließliche Bestreben, die eigene bestehende Produktion noch effizienter, automatischer und kostengünstiger aufzustellen, war in dieser Situation von vornherein zum Scheitern verurteilt.

Transaktionshäufigkeit weist auf die idealen Kaufs- und Verkaufszeitpunkte hin

Neben der Beobachtung und Auswertung des „Wer kauft wen und warum?“ ergeben sich auch aus den eher technischen, rein quantitativen Faktoren Erkenntnisse über den Status des Marktes. Es ist empirisch nachgewiesen, dass sich die Konsolidierung jeder Branche in einer eigenen Welle an Transaktionen mit einer bestimmten Verteilung vollzieht. Dies bedeutet, dass aus der puren Häufigkeit an Transaktionen und den damit ver-

bundenen Kaufpreisen Schlussfolgerungen getroffen werden können, wann der ideale Kauf- bzw. Verkaufszeitpunkt für ein Unternehmen ist.⁵

Fazit

Als Zusammenfassung geben wir eine kurze Antwort auf die beiden zu Beginn dieser Advisory Note gestellten Fragen:

Welche übergreifenden M&A-Trends gibt es und was sind die treibenden Kräfte dahinter?

- Die Anzahl von M&A-Transaktionen ist stark ansteigend und beschleunigt sich: Sich mit M&A auseinanderzusetzen ist keine Kür mehr, sondern Pflicht für den verantwortungsvollen Unternehmer.
- Die treibenden Kräfte hinter M&A-Transaktionen sind globale Trends wie technologische Fortschritte, Änderungen an den Finanzmärkten und den politischen Systemen sowie die beschleunigte Globalisierung. Diese Faktoren erzeugen einen Konsolidierungsdruck in allen Branchen.

Welche Entwicklungen am M&A-Markt der eigenen Branche gilt es als Unternehmer aufmerksam zu beobachten?

- Die Art der Käufer und Verkäufer von Unternehmen lässt eindeutige Schlussfolgerungen

über den Grad der Konsolidierung der jeweiligen Branche zu.

- In Verbindung der Beobachtung von Transaktionszahlen sowie Transaktionslogiken und des eigenen Geschäftsverlaufes ist der optimale Kauf- bzw. Verkaufszeitpunkt von Unternehmen bestimmbar.

Dr. Jürgen Kuttruff

Kontakt: kuttruff@aquin-cie.com

© Aquin & Cie. AG 2009. All rights reserved.

ADVISORY NOTES.

AUFZEICHNUNGSWERTES AUS DEM FELD
CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:
AQUIN & CIE. AG
Schackstraße 1
D-80539 München
Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0
Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

www.aquin-cie.com
München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing

⁵ Vgl. MCNAMARA, HALEBLIAN, JOHNSON DYKES (2008): The performance implications of participating in an acquisition wave: early mover advantages, bandwagon effects and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics, Academy of Management Journal, Vol. 51, No. 1.