

„Merger Endgames“: Kommt der Mittelstand unter die Räder ?

1. Einleitung
2. „Merger Endgames“ – Die Konzentration geht weiter
 - a) Globalisierung und Industriekonsolidierung
 - b) Treibende Kräfte der Konzentration
 - c) Fusionen und Übernahmen – Instrumente zur Erlangung globaler Markführerschaft
3. Basel II und seine Folgen
4. Strategische Optionen für den Mittelstand – Chancen nutzen und Fallstricke vermeiden

Prof. Dr. Werner Hoffmann ist Professor an der FH Ludwigshafen, insbesondere für Corporate Finance und Strategisches Management, sowie Senior Advisor der Corfina AG

Dr. Peter Roventa und RA Wolfgang Reymann sind Partner und Vorstände des Investmentbanking und M&A-Beratungsunternehmens Corfina AG in Frankfurt

Management Summary

Erkenntnisse aus der globalen Konsolidierungswelle für die Positionierung mittelständischer Unternehmen

1. Die Konzentration vollzieht sich quer über nahezu alle Branchen nach ähnlichem Phasenmuster.
2. Unternehmen verändern ihren Wert im Verlauf des Prozesses der Industriekonsolidierung. Mit herannahendem Abschluss der ersten Phase, welche mit einem hohen Konzentrationsgrad der Anbieter einhergeht, verschlechtern sich die Konditionen, zu denen komplette oder teilweise Veräußerungen von Unternehmen möglich sind. Grund ist, dass Länder- und Produktportfolios, Vertriebsnetze und Wertschöpfungsketten der Industrieführer dann auch hinsichtlich Größen- und Breitenvorteilen optimiert sind. Da mit fortschreitender Konsolidierung auch die Chancen für profitable Restrukturierungsoptionen von Aufkaufkandidaten sinken, bezahlen auch Finanzinvestoren weniger. In der zweiten Phase der Dekonsolidierung fragmentieren sich Industrien wieder. Unter diesen Bedingungen verspricht die Strategie der Konzentration auf das kompetenz-basierte Kerngeschäft das höchste Wachstums- und Wertsteigerungspotential. Gut positionierte mittelständische Unternehmen sind in dieser Konsolidierungsphase für weltweit tätige Spezialisten interessant.
3. Das überlange Halten eines Unternehmens mit unbefriedigendem Restrukturierungspotential oder durch Weiterentwicklung des Gesellschafterkreises nicht herstellbarer dauerhaft positiver Renditespanne über die Kapitalkosten kann den Unternehmenswert nachhaltig reduzieren. Die Börsenkurseinbußen seit dem Jahr 2000 belegen das Ausmaß möglicher Wertverluste auch für nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen.
4. Auch durch die für viele mittelständische Unternehmen aufgrund schärferer Ratingverfahren und Bonitätsanforderungen verschlechterte Finanzierungssituation wird ihr Handlungsspielraum eingeschränkt. Dies ist vielfach auch Folge der Eigenkapitalvorschriften nach dem Akkord von Basel II.
5. Leistungsfähigen mittelständischen Unternehmen bietet die globale Neuausrichtung von Industrien durch Integratoren und Spezialisten die Chance, wertvoller Portfoliobaustein im internationalen Netzwerk von Industrieführern zu werden. Da im Portfolio derartiger „natürliche Eigentümer“ die Einzelgeschäfte den höchsten Wert stiften, können diese Unternehmen auch die höchsten Marktpreise für (mittelständische) Unternehmen bezahlen.
6. Alternativ muss es ihnen gelingen, selbst zu konzentrieren und ein führender Wettbewerber – zumindest im Segment oder in der Nische - zu werden. Zu bedenken ist dabei allerdings, dass viele Nischen mangels Barrieren nicht nachhaltig genug und damit verteidigungsfähig sind.
7. Die Rendite von reifen Unternehmen, welche im Wettbewerb überlebten, unterschreitet signifikant die Marktrendite, welche auf einen Aktienindex erzielbar ist. Der Wunsch des Unternehmers, das Unternehmen fortzuführen, kann somit in ein Spannungsverhältnis mit dem Interesse des Unternehmers an einem möglichst hohen Unternehmenswert geraten.

Handlungsempfehlungen für mittelständische Unternehmer zur Chancennutzung und Risikobegrenzung aus der Konsolidierungswelle

1. Konzentriere Dich auf Deine Kerngeschäfte und konsolidiere dort selbst. Hierfür reicht normalerweise internes Wachstum - schon aus Zeitgründen - nicht aus, so dass kritische Größen auch durch externes Wachstum erreicht werden müssen.
2. Löse Dich dabei laufend von Randaktivitäten, um die eigenen Handlungsspielräume zu erweitern. Nutze alle Wertsteigerungshebel, wie Abstoßen und Sanieren von Underperformern im Produkt- und Kundenportfolio, Freisetzen von nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerten (etwa Immobilien), verbesserte operative Leistung und Nutzung von Wachstumspotentialen, um kontinuierliche Wertsteigerung zu erreichen. Damit verbessern sich der Finanzierungsspielraum, die Finanzierungsbedingungen, die Investitionsfähigkeit und insgesamt die Wettbewerbsposition. Es erhöhen sich zudem die Freiräume für unternehmerisches Handeln.
3. Verkaufe rechtzeitig, wenn sich abzeichnet, dass Ertragskraft und damit Unternehmenswert des Geschäftsmodells sich nicht dauerhaft absichern lassen und vorhandene Restrukturierungsoptionen nicht ausreichen, um die Selbständigkeit auf Dauer zu erhalten. Dies gilt vor allem dann, wenn sich im Zuge der Industriekonsolidierung die Branchenstruktur und Nachfrageerwartungen nachhaltig verschlechtern und die Wettbewerbsvorteile erodieren.
4. Finde einen Käufer, welcher der „natürliche Eigentümer“ wäre und damit bedingt durch hohe ertragswirksame Synergieeffekte den höchsten Preis bezahlt. Nimm aus einer Position der Stärke und klarem Verständnis Deiner Ausgangslage und Ziele heraus Finanzierungs- bzw. unternehmerische Partner herein. Auswahlkriterien für die Partnerwahl sind die Bereitstellung von benötigten komplementären Vermögenswerten und/oder sonstigen Ressourcen mit kritischer Bedeutung für die Weiterentwicklung des Unternehmens.
5. Nutze die sich im Konsolidierungs- bzw. Dekonsolidierungsprozess Deiner Branche ergebenden Zeitfenster. Dies gilt sowohl für eigene Zukäufe wie auch für Verkäufe.
6. Berücksichtige genau die Veränderung des Finanzierungs-, Investitions- und Wachstumsspielraums durch die verschärften Eigenkapitalvorschriften der Banken („Basel II“). Lässt sich das Rating durch interne und externe Verbesserungsmaßnahmen nicht soweit anheben, dass die unternehmerischen Chancen wahrgenommen werden können, verkaufe oder nimm einen komplementären unternehmerischen Partner herein, welcher die fehlende Bonität bereitstellt.
7. Ziehe erfahrene Berater bei der Problemdiagnose und -lösung hinzu. Die Erfahrung aus vielen ähnlich gelagerten Fällen zeigt, dass optimale Konditionen nur bei optimalem Zusammenspiel von Diagnose- und Marktkompetenz bei der Suche und Einbindung des richtigen Partners erreichbar sind.

1. Einleitung

Theoretische Studien und empirische Untersuchungen zum Thema Globalisierung nehmen unverändert erheblichen Raum in der wissenschaftlichen und öffentlichen Diskussion ein. Die zunehmende Integration einzelner Volkswirtschaften, Wirtschaftsräume und Branchen in die weltwirtschaftliche Arbeitsteilung hat in vielen Industriezweigen tiefgreifende Spuren hinterlassen. Kein Unternehmen kann sich diesem Prozess entziehen. Laufende Restrukturierungen von Unternehmen, Fusionen, Übernahmen und Allianzen sind sinnfällige Ausdrucksformen dieses Wandels.

Dieser Beitrag nimmt einige Kernaussagen dieser Debatte auf und untersucht, welche Auswirkungen die fortschreitende, letztlich globalisierungsgetriebene Konsolidierung in vielen Industriezweigen auf mittelständische Unternehmen hat. Wie sollte sich der mittelständische Unternehmer am besten in diesem Prozess positionieren, um den häufig in vielen Jahrzehnten und/oder Generationen geschaffenen Unternehmenswert abzusichern ?

Vor dem Hintergrund der künftigen Eigenkapitalregelungen für Kreditinstitute in der Europäischen Union nach dem Basler Akkord („Basel II“) erhält diese Kernfrage weiter Brisanz. Der Zugang zu Kapital wird zukünftig über das Rating der Kreditwürdigkeit der Kapitalnehmer sehr viel differenzierter als bisher gesteuert. Folge für Unternehmen ist, dass Kreditlinien für Betriebsmittel und Finanzierungsspielräume für Wachstumskapital eingeschränkt werden oder nur zu höheren Zinssätzen und zusätzlicher Besicherung von den Banken und dem Kapitalmarkt bereitgestellt werden. Bisher übliche Quersubventionierung riskanterer Kapitalnehmergruppen durch risikoärmere im Zuge einer Durchschnittskalkulation von Kreditkonditionen werden einer risikoangepassten Individualkalkulation Platz machen. Das bewirkt eine verstärkte Konditionenspreizung. Insbesondere mittelständische Unternehmen stehen bei dieser Konstellation unter dem sich wechselseitig verstärkenden Druck der Absatz-, Beschaffungs- und Finanzmärkte. In vielen Fällen steigt das Geschäfts-, Investitions- und Finanzierungsrisiko. Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und in der Folge Unternehmenswert, welcher bei vielen Unternehmerfamilien vielfach den wesentlichen Teil des gesamten Vermögens ausmacht, sind zunehmend gefährdet.

Im Zuge dieses Beitrags werden zunächst die wesentlichen Aussagen einiger jüngerer Studien und der wissenschaftlichen Forschung zu Stand und voraussichtlicher Entwicklung von Globalisierung und Industriekonsolidierung vorgestellt. Dadurch entsteht für die folgenden Überlegungen eine empirische und theoretische Faktenbasis. In einem weiteren Schritt werden die hieraus resultierenden Gefährdungen, aber auch Chancen, für mittelständische Unternehmer herausgearbeitet. Der abschließende dritte Schritt lotet Handlungsspielräume für mittelständische Unternehmer aus, kennzeichnet ausliegende Fallstricke und gibt Empfehlungen für ein zielführendes Vorgehen.

Im Zusammenhang dieser Untersuchung verzichten wir bewusst auf eine klare Definition, was wir unter „mittelständisch“ verstehen, meinen aber dabei unabhängig von der Unternehmensgröße auch alle Unternehmen, die in Familienbesitz stehen, einhergehend mit den spezifischen Merkmalen (Kapitalausstattung, Führung häufig durch Familienmitglieder, usw.) von solchen Familienunternehmen.

2. „Merger Endgames“ – Die Konzentration geht weiter

a) Globalisierung und Industriekonsolidierung

Im fortschreitenden Prozess der Globalisierung befinden sich die einzelnen nationalen Märkte, Wirtschaftsräume und Branchen in unterschiedlichen Phasen des Übergangs von lokal geprägten zu globalen Wirtschaftsstrukturen¹⁾. Gegenwärtig ist hinsichtlich der regionalen Präsenz eine Gleichverteilung der weltweiten Wirtschaftsaktivitäten festzustellen: Jeweils ein Drittel der Industrie ist lokal verankert, ein Drittel ist national vertreten und ein Drittel aller Branchen ist bereits globalisiert²⁾. Aber auch in bislang eher fragmentierten lokalen Industrien, wie z.B. im Dienstleistungsbereich, in der Nahrungsmittel- und Getränkeindustrie, Printmedien oder Baustoffen, findet durch Unternehmensaufkäufe global agierender Marktführer mit überlegenen Marketing-, Logistik- und Produktionsfähigkeiten eine Bereinigung der Marktstruktur statt. Je nach den regulatorischen Besonderheiten der jeweiligen Industrie und ihren spezifischen Economics variiert die Dauer des Strukturwandels durch geografische Expansion. Der Wettlauf zwischen den Marktführern einer Branche um die beste Ausgangsposition zur Gestaltung der Industriekonsolidierung ist auf nationaler Ebene³⁾ und im globalen Maßstab in vollem Gange.

Ungeachtet der derzeit insgesamt abnehmenden Anzahl von Akquisitionen, Fusionen und Desinvestitionen im Zuge des weltweiten Börsencrashes seit dem Jahr 2000 ist der langfristige Trendverlauf zur zunehmenden Konzentration eindeutig⁴⁾. Eine aktuelle und langfristig empirisch angelegte Untersuchung von A. T. Kearney zeigt im Verlauf von Industriekonsolidierungen feste Muster, welche den Charakter von Gesetzmäßigkeiten aufweisen⁵⁾. Danach lassen sich im Konsolidierungsprozess von Branchen allgemein **vier Phasen** unterscheiden. Es sind dies die **Öffnungsphase**, in welcher die Akquisitionen erst einsetzen, die **Kumulationsphase** mit Herausbildung der Branchenführer und deutlich zunehmendem Konzentrationsgrad der Marktanteile. Darauf folgt die **Fokusphase**, in welcher die globalen Marktführer ihr Kerngeschäft ausbauen und Randgeschäfte abstoßen. Das Konsolidierungstempo nimmt ab, wobei aber der Drang zu Groß-Fusionen zunimmt. Abgeschlossen wird der Konsolidierungszyklus durch die **Balancephase**. In diesem Stadium ist der – gemessen am kumulierten Marktanteil der drei größten Unternehmen - Konsolidierungsgrad mit bis zu 90 % am höchsten. Einige dominierende Unternehmen sind

¹⁾ Vergleiche zum folgenden Bryan, Lowell/Fraser, Jane/Oppenheim, Jeremy/Rall, Wilhelm: Die neue Weltliga. Wie Unternehmen von grenzenlosen Märkten profitieren, Frankfurt/New York 2000, insbesondere S. 71-95; Deans, Graeme K./Kröger, Fritz/Zeisel, Stefan: Merger Endgames – Strategien für die Konsolidierungswelle, Wiesbaden 2002, S. 13-35. Kritisch zur These von der Unausweichlichkeit und wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit von globalen Großfusionen äußern sich Ghemawat, Pankaj/Ghadar, Fariborz: The dubious logic of global megamergers. In: Harvard Business Review, Vol. 78 (July-August 2000), S. 65-72. Im Gegensatz zu Deans/Kröger/Zeisel kommen Ghemawat/Fariborz zu dem Ergebnis, dass der am Herfindahl-Index gemessene Konzentrationsgrad in globalisierten Industrien in den letzten 50 Jahren gesunken ist. Gesunkene Konzentrationsgrade sind hiernach in Commodity-Industrien (Mineralöl, Bergbau), der Automobilindustrie und im Hoch-Technologiebereich festzustellen.

²⁾ Bryan, Lowell/Fraser, Jane/Oppenheim, Jeremy/Rall, Wilhelm: Die neue Weltliga, a. a. O., S. 71-76.

³⁾ Z. B. im europäischen oder nordamerikanischen Wirtschaftsraum.

⁴⁾ Vgl. auch Brühl, Volker: Strategische Trends im M&A-Geschäft. In: Die Bank, Nr. 4 (2003), S. 274-278 mit weiteren Argumenten für eine fortgesetzte Beschleunigung des Strukturwandels.

⁵⁾ Vgl. zum folgenden Deans, Graeme K./Kröger, Fritz/Zeisel, Stefan: Merger Endgames, a. a. O., S. 13-17 und S. 175-182.

übrig geblieben. Allianzen sind an die Stelle von Fusionen und Übernahmen getreten.

Ordnet man die betrachteten Industriezweige nach dem summierten Marktanteil der drei dominierenden Anbieter auf der Vertikalen eines Diagramms und dem zeitlichen Verlauf der Industriekonzentration auf der Horizontalen, so erhält man die nachstehend aufgeführte S-förmige „Endgames-Kurve“.

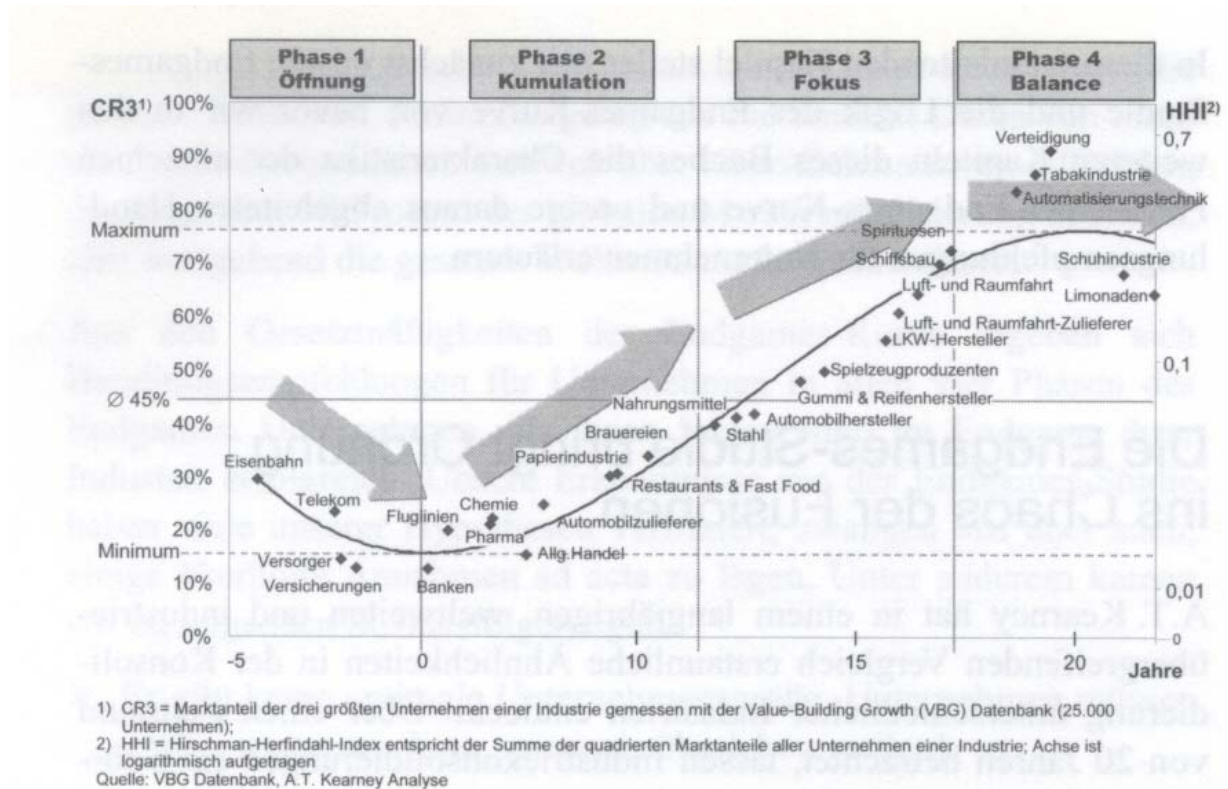


Abb. 1: Die Endgames-Kurve

Quelle: Deans, Graeme K./Kröger, Fritz/Zeisel, Stefan : Merger Endgames – Strategien für die Konsolidierungswelle, a. a. O., S. 29

Ergebnis der Kearney-Studie ist, dass jede Branche einen nahezu gesetzmäßigen Konsolidierungsprozess von der Fragmentierung - und einer großen Zahl von Unternehmen - zur oligopolistischen Kooperation in der Endphase mit wenigen Marktführern durchläuft. Besonders weit fortgeschritten auf der Endgames-Kurve sind beispielsweise die Verteidigungs- und Tabakindustrie oder die Automatisierungstechnik⁶⁾. Am Anfang des Konsolidierungswettlaufes stehen die zumindest lange und stärker regulierten Eisenbahnen, Telekom, Versorger und Versicherungen. Jede Konsolidierungsphase ist durch ihre spezifischen Merkmale und Erfolgsfaktoren geprägt. Aus ihrem Verständnis heraus lassen sich Strategien und Handlungsempfehlungen für Industrien und Einzelunternehmen ableiten.

Nun ist natürlich auch klar, dass manche Branchen bzw. Geschäfte stärker und schneller dem Trend zur Konzentration entsprechen als andere. Dies wiederum hängt mit den unterschiedlichen Erfolgsfaktoren in den jeweiligen Segmenten zu-

⁶⁾ Zu grundsätzlich ähnlichen Aussagen hinsichtlich des Konzentrationsgrades von Industriezweigen gelangt für die USA im Jahr 1997 das U. S. Census Bureau: Concentration Ratios in Manufacturing - 1997 Economic Census, June 1997.

sammen. Spätestens nach Michael Porters⁷⁾ Strukturanalysen von Branchen und den prägenden Einflussgrößen - wie Mobilitäts- und Eintrittsbarrieren, Größe der economies of scale, Differenzierungsmöglichkeiten - ist bekannt, dass typische Commodity-Geschäfte stärker und schneller konzentrieren, Differenzierungs-Geschäfte und Nischen eher und länger verschont bleiben. Auf der anderen Seite ist die Typisierung von Geschäften und Branchen aber kein „Wunschkonzert“, wie viele Industrien und Unternehmen schmerzhaft feststellen mussten. Ein typisches Beispiel ist die deutsche Kameraindustrie, die von den japanischen Mitbewerbern in immer kleiner werdende und letztlich nicht verteidigungsfähige Nischen abgedrängt wurden. Ähnliches musste auch Siemens in den 70er und 80er Jahren erfahren, als es sich in einer Reihe von Geschäften in immer kleinere Spezialitäten abdrängen ließ. Diese fehlerhafte Geschäftspolitik wurde in der Folge allerdings konsequent korrigiert. Die vermeintliche „Rettungsinsel“ vieler Mittelständler, das Nischengeschäft, ist oft nur trügerisch eine Rettung. Nischen müssen auch verteidigungsfähig sein, wenn sie nicht der Konzentration unterliegen sollen. Hierzu muss es Barrieren geben.

Welche Schlussfolgerungen lassen sich nun hieraus für deutsche mittelständische Unternehmen ableiten? Das Erfolgsrezept für Unternehmen der Autoren der Kearney-Studie um Deans, Kröger und Zeisel, im Konsolidierungsprozess ihrer Branche möglichst lange im Endgame zu bleiben oder diesen zu dominieren, scheitert im Falle mittelständischer Unternehmen in aller Regel aufgrund deren Ressourcenbeschränkung und fehlender Größe. Das hierfür nötige Wachstum muss nicht nur finanziert, sondern auch über Management-Ressourcen realisiert und abgesichert werden. Schutz vor Übernahmen vermag auf Dauer nur eine hohe Marktbewertung bzw. ein hoher Unternehmenswert dank überdurchschnittlicher Ertragskraft- z.B. gemessen anhand des Quotienten Marktwert des Eigenkapitals durch Buchwert des Eigenkapitals - und eine ausreichende kritische Unternehmensgröße, etwa gemessen anhand des Buchwertes des Eigenkapitals, zu bieten.

In der Öffnungsphase ist die Industrie üblicherweise noch stark fragmentiert: Die Zahl der Unternehmen ist zunächst hoch und verringert sich erst wenig, dann aber besonders stark in der Kumulationsphase und mit abnehmender Rate in der Fokusphase. In der abschließenden Balancephase steigt die Zahl der Unternehmen aufgrund Desinvestitionen der Marktführer wieder an⁸⁾.

Dieses Verteilungsmuster der Anzahl von Unternehmen einer Branche über den Konsolidierungszyklus der Industrie ist mit Erkenntnissen der Entwicklungsbiologie vereinbar. In Analogie hierzu lassen sich auch Unternehmen, wie jede lebende Spezies in der Natur, durch eine Altersverteilung erfassen. Statistiken zeigen, dass sich die durchschnittliche Lebensdauer von Unternehmen verkürzt. Der „Gesundheitszustand“ von Unternehmen verschlechtert sich im Lebenszyklus⁹⁾. Offenbar nimmt angesichts der Umfelddynamik, steigender Komplexität und Unsicherheit der unternehmerischen Handlungsfelder in der Ära der „Hypercompetition“¹⁰⁾ tendenziell

⁷⁾ Porter, Michael E.: Wettbewerbsstrategie, 5. Aufl., Frankfurt/New York 1988, S. 25-77.

⁸⁾ Vgl. Deans, Graeme K./Kröger, Fritz/Zeisel, Stefan: Merger Endgames, a. a. O., S. 19.

⁹⁾ Vgl. Madden, Bartley J.: The CFROI Valuation Model. In: Journal of Investing, Vol. 7 (Spring 1996), S. 31-44. Siehe hierzu und zu den folgenden Ausführungen auch De Geus, Arie: The Living Company. In: Harvard Business Review, Vol. 75 (March-April 1997), S. und Foster, Richard/Kaplan, Sarah: Creative Destruction, New York/London 2001, S. 7-15.

¹⁰⁾ Vgl. D`Aveni, Richard A.: Hypercompetition. Managing the dynamics of strategic maneuvering, New York 1994.

und statistisch signifikant die Fähigkeit der Unternehmen ab, das eigene Geschäftsportfolio und die Managementprozesse erfolgreich zu transformieren.

Im Einklang mit dem herrschenden Paradigma der wertorientierten Strategieentwicklung und Unternehmenssteuerung definieren wir in diesem Zusammenhang „Unternehmenserfolg“ als die Fähigkeit von Unternehmen, Renditen über den Verzinsungsansprüchen der (Eigen-) Kapitalgeber zu erwirtschaften und im Peer-Vergleich überdurchschnittliche Wachstumsraten bei Umsätzen und freien Cash Flows zu erzielen. Als aussagekräftiger kapitalmarkt-orientierter Indikator für die Stärke des Wettbewerbsvorteils eines Unternehmens kann dann sein Anteil an der gesamten Börsenkaptalisierung bzw. an dem aggregierten Anteilseignerwert (bei nicht-börsennotierten Unternehmen) der relevanten Anbieter in einer Branche gelten. Studien zeigen, dass für eine nachhaltige Wertschaffung durch Unternehmen und die Steigerung ihrer Marktkaptalisierung die Dynamik der Umsatzentwicklung vor Kostensenkungsmaßnahmen die größere Bedeutung besitzt. Viele „zu Tode gesparte“ Unternehmen belegen dies¹¹⁾. Damit wird die proaktive Gestaltung und kontinuierliche Weiterentwicklung der Unternehmensarchitektur, welche in diesem Sinne nachhaltiges profitables Wachstums gewährleistet, zur zentralen Aufgabe der Unternehmensleitung. Diese Aufgabe gilt gleichermaßen für die Vorstände börsennotierter Unternehmen wie für eigentümergeführte mittelständische Personengesellschaften.

Auf Branchenebene zeigen sich die Restrukturierungsaktivitäten, Portfoliobereinigungen und Neugestaltungen von Wertschöpfungsketten von und zwischen Unternehmen, welche extern durch Fusionen, Unternehmensübernahmen und strategische Allianzen realisiert werden, häufig in der oben erwähnten höheren Konzentration von Marktanteilen. Industrien konsolidieren in diesem zyklischen Prozess. Industrien desintegrieren aber auch, wenn etwa disruptive Technologieentwicklungen die Auflösung vertikaler und die Schaffung von horizontalen Industrie- und Unternehmensstrukturen herbeiführen¹²⁾. Verbunden mit dieser Desintegration von Wertschöpfungsketten ist die Entstehung von Spezialisten, welche häufig mit neuen Geschäftsmodellen von der Verschiebung von Gewinnzonen und Marktwertsteigerungspotentialen in einer Industrie profitieren¹³⁾. Migriert eine Industrie von der vertikalen zu der horizontalen Struktur, dann verschiebt sich der aggregierte Unternehmenswert der Branchenanbieter häufig zu den Lieferanten¹⁴⁾. Das Konzept des Profit Pools einer Industrie ist ein geeignetes Instrument, um den Prozess der Wertmigration als Folge der Desintegration einer Industrie zu beschreiben¹⁵⁾.

¹¹⁾ Vgl. Müller-Stewens, Günter/Fontin, Mathias: Die Innovation des Geschäftsmodells – der unterschätzte vierte Weg: In: FAZ v. 28.7.2003, S. 18.

¹²⁾ Vgl. mit Beispielen Christensen, Clayton M.: The Innovator`s Dilemma. When new technologies cause great firms to fail, Boston 1997, S. 3-79. Mit einem Beleg für die Disintegration in der Computer-Industrie Grove, Andrew S.: Nur die Paranoiden überlegen, Frankfurt/New York 1997, S. 55-70.

¹³⁾ Vgl. die Literatur in FN 12 sowie Slywotzky, Adrian/Morrison, David J.: Die Gewinnzone. Wie Ihr Unternehmen dauerhaft Erträge erzielt, Landsberg 1998, insbesondere S. 13-23; Slywotzky, Adrian: Strategisches Business Design (Value Migration). Zukunftsorientierte Konzepte zur Steigerung des Unternehmenswertes, Frankfurt 1997, insbesondere S. 12-82.

¹⁴⁾ Gewinner der „Horizontalisierung“ der Computerindustrie sind die Zulieferer Microsoft und Intel. Siehe Slywotzky, Adrian: Strategisches Business Design, a. a. O., S. 173-197.

¹⁵⁾ Der „Profit Pool“ einer Industrie ist das finanzielle Gesamtergebnis der Branchenanbieter. Seine Verteilung auf die Wettbewerber einer Branche erlaubt die Herstellung einer Unternehmensrangfolge hinsichtlich der Ertragskraft und Wettbewerbsvorteilen. Vgl. zum Profit Pool-Konzept und seiner Anwendung Gadiesh, Orit/Gilbert, James L.: Profit Pools: A fresh

Welche empirische Datenbasis ist nun geeignet, die oben vorgetragene These von der abnehmenden durchschnittlichen Lebenserwartung von Unternehmen zu untermauern? Betrachten wir hierzu den historischen Verlauf der Zusammensetzung einiger Aktienindizes¹⁶⁾:

- Von der ursprünglichen Liste von 100 Unternehmen der „Forbes 100“ aus dem Jahre 1917 waren 70 Jahre später noch 18 Unternehmen (=18%) vorhanden. 61 Unternehmen existierten nicht mehr, 21 Unternehmen gehörten nicht mehr zu den Top 100. Die verbliebenen 18 Unternehmen lieferten für ihre Anteilseigner rund 20% geringere Renditen (Total Shareholder Returns) als der Gesamtmarkt.
- Von den 1957 bei Auflegung des Standard & Poor`s 500-Aktienindex enthaltenen 500 Unternehmen waren 1997 – also 40 Jahre später – nur noch 74 (= 15%) im Index vertreten. Nur der Total Shareholder Return von 12 der verbliebenen Unternehmen (also nicht einmal 3 % der Grundgesamtheit!) übertraf den Index insgesamt. Die Performance eines Index` aus der ursprünglichen Gruppe von Unternehmen hätte die Aktienrendite des Standard & Poor`s 500 um durchschnittlich 20% pro Jahr unterschritten.
- Ungefähr 200 Unternehmen – oder 40% – des Standard & Poor`s 500-Aktienindex von 1985 waren Ende 2002 –also 17 Jahre später – noch im Index enthalten. Der Index insgesamt outperformed diese Unternehmen mit mehr als 10 % pro Jahr. Rund 60 % der Aktien blieben unter der Index-Rendite.

Überlebende Unternehmen bieten hiernach ihren Anteilseignern eine unterdurchschnittliche Verzinsung. Für diesen Zusammenhang bieten sich mehrere Erklärungen an:

- Der Markt für Unternehmen und Unternehmensanteile ist bei zunehmender Informationseffizienz immer besser in der Lage, derartige „Survivors“ fair zu bewerten. Unternehmen mit ausreichend langer Historie und relativ stabilen bzw. reifen Märkten sind möglicherweise eher korrekt und risikoadäquat bewertet als neugegründete Unternehmen in entstehenden und unsicheren Märkten. Dagegen sind Unternehmen in der Anfangsphase einer sich entwickelnden Industrie aufgrund häufig euphorisch überzogener Wachstumserwartungen tendenziell eher überbewertet. Tragen die überlebenden Unternehmen ein – gemessen am Marktindex – unterdurchschnittliches Geschäfts- und Finanzierungsrisiko, dann ist der Wert ihres Beta-Faktors kleiner als eins. Die Folge ist, dass die erzielbare Aktienrendite unter der durchschnittlichen Marktrendite liegt.

Im Falle eines mittelständischen Unternehmens können das Geschäfts- und Finanzierungsrisiko gleichwohl höher als in der eben diskutierten Situation eines Großunternehmens sein und im Zuge der Branchenkonsolidierung noch deutlich steigen¹⁷⁾.

look at strategy. In: Harvard Business Review, Vol. (May-June 1998), S. 139-147; dieselben: How to map your industry`s profit pool. In: Harvard Business Review, Vol. (May-June 1998), S. 149-162.

¹⁶⁾ Vgl. zum folgenden Foster, Richard/Kaplan, Sarah: Creative Destruction, a. a. O., S. 6-13.

¹⁷⁾ Aufgrund abnehmender Handlungsspielräume im Verlauf des Konsolidierungsprozesses in einer Branche und möglichen Finanzierungsengpässen infolge erhöhten Geschäftsrisikos, verschärfter Rating-Kriterien und restriktiverer Kreditvergabepraxis der Banken gemäß den

- Ein weiterer Grund für die Underperformance der überlebenden Unternehmen mag in ihrer eingeschränkten Fähigkeit zur Durchführung der notwendigen markt- und wettbewerbsgerechten Veränderungen zur Erhaltung ihrer Wettbewerbsfähigkeit liegen. Maßgebend für diese organisatorische Trägheit können die spezifischen mentalen Modelle des Unternehmens sein. Hierunter sind alle Konzepte, Glaubenssätze und Annahmen über Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge zu verstehen, mit deren Hilfe die unternehmensinterne und -externe Welt wahrgenommen, interpretiert und Entscheidungen getroffen werden. Entfernen sich die mentalen Modelle von Unternehmen zu weit von der Wirklichkeit, sind Prognoseirrtümer und Fehlentscheidungen unvermeidlich¹⁸⁾.

Die Dynamik der Verlagerung von Unternehmenswerten im Zuge der technologiegetriebenen kreativen Zerstörung von traditionellen zu neuen Geschäftsmodellen innerhalb derselben Branche, aber auch industrieübergreifend, ist ein Maßstab für die Gefährdung von Unternehmen. Fusionen und Unternehmensübernahmen sind hierbei wichtige Instrumente zur Branchenkonsolidierung, um von der „Value Migration“ zu profitieren und die Transformation aktiv zu gestalten. Unternehmensrestrukturierung und Branchen-Konsolidierung beeinflussen sich wechselseitig. In den folgenden Ausführungen wird ein knapper Überblick über den Prozess der globalen Branchenkonsolidierung und die wesentlichen Triebkräfte dieser Entwicklung gegeben. Die möglichen Auswirkungen auf mittelständische Unternehmen werden aufgezeigt.

b) Treibende Kräfte der Konzentration

An dieser Stelle wollen wir einige der wichtigen treibenden Kräfte dieses Konzentrationsprozesses diskutieren.

Bei vielen Unternehmen spielt die Erlangung von Größen- und Spezialisierungsvorteilen in etablierten und das Eindringen in neue Märkte eine herausragende Rolle. In fixkostenintensiven Branchen führen rückläufige und volatile Nachfrage zu Volumeneinbußen und schwer prognostizierbaren Auslastungsschwankungen. Dadurch verringerte Skaleneffekte lassen den Fixkostendruck steigen und verstärken den Zwang zu volumensichernden Zusammenschlüssen¹⁹⁾. Die Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie führen zur Verringerung von Transaktions- und Koordinationskosten von Unternehmen, zur Entwicklung neuer Märkte und lassen Unternehmen erheblicher Größe steuerbar erscheinen. Neue Wettbewerbsarenen entstehen.

Durch Aufbau multinationaler Produktions-, Logistik- und Vertriebsverbände in lokalen Märkten betreiben kapitalkräftige Unternehmen transnationale Arbitrage. Sie nutzen die Faktorkostenunterschiede zwischen Märkten und Branchen. In fragmentierten, lokal geprägten nationalen Märkten treten multinationale Unternehmen mit

Eigenkapitalunterlegungsvorschriften nach Basel II. Diese Zusammenhänge werden nachstehend im Punkt 3. näher diskutiert.

¹⁸⁾ Zu Rolle und Einfluss mentaler Modelle bei der Weiterentwicklung von Unternehmen vgl. Foster, Richard/Kaplan, Sarah: Creative Destruction, a. a. O., S. 65-76 oder Kirsch, Werner: Die Führung von Unternehmen, Herrsching 2001, S. 331 ff.

¹⁹⁾ Bryan, Lowell/Fraser, Jane/Oppenheim, Jeremy/Rall, Wilhelm: Die neue Weltliga, a. a. O., S.102-103.

transferierbaren Geschäftskonzepten (z. B. McDonald`s, Wal-Mart, Carrefour, Aldi, Lidl) als Integratoren auf und schaffen neue globale Branchen²⁰⁾. Weltweit tätige Spezialisten übernehmen Unternehmensteile von lokalen Wettbewerbern, welche diese nicht mehr rentabel führen können und deren Subventionierung durch anderweitige profitable Bereiche entfallen ist. Durch diesen Desintegrations-Prozess entstehen neue globale Industrien²¹⁾. Marktführer in sogenannten Netzwerkindustrien setzen weltweit den Produktstandard in ihrer Branche. Sie erzielen durch „increasing return“-Effekte und positive Rückkopplung höhere Marktbewertungen, etwa gemessen an Marktwert/Buchwert- oder Marktwert/EBIT-Multiples, als Unternehmen, deren Wettbewerbsstrategien auf Leistungsdifferenzierung, Kostenführerschaft oder Kundengesamtlösungen beruhen²²⁾. Beispiele für derartige „Value-Stories“ in „winner-takes-it-all“-Märkten bilden Microsoft, Intel, eBay, google und Yahoo²³⁾.

Vielfach erfreuen sich US-amerikanische und japanische Anbieter im Vergleich zu kontinentaleuropäischen Unternehmen (z. B. in der Stahlindustrie) deutlich höherer Markt-Bewertungen. Dies ist vielfach auch ein Grund dafür, dass Restrukturierungen von Unternehmen und Branchenkonsolidierungen zunächst auf nationaler Ebene bzw. auf einzelnen Kontinenten mit dem Ziel der Marktwertsteigerung stattfinden. Die hierdurch zusätzlich gewonnene „Akquisitionswährung“ verschafft den erfolgreichen Unternehmen einen erweiterten Handlungsspielraum beim Wettlauf um die globale Gestaltung von Branchen.

Der Zugang zu und die Präsenz in attraktiven Märkten auf der Grundlage von Geschäftskonzepten, welche einem Anbieter gegenüber der Konkurrenz zumindest einen temporären Vorteil verschaffen, sollen anhaltendes profitables, unternehmenswertsteigerndes Wachstum ermöglichen. Immer mehr liegt der Schlüssel zur überlegenen Profilierung bei attraktiven Kundengruppen im Aufbau und dem consequenten Einsatz immaterieller Vermögenswerte. Wettbewerbsdifferenzierung über bessere Kundenkenntnisse, überlegene Patente, starke Marken, fähige und motivierte Mitarbeiter sowie die Einbindung in überlegene Netzwerke und Wertschöpfungspartnerschaften sind jedoch zeit- bzw. pfadabhängig, verlangen langfristiges Commitment und Investitionen.

Die Quellen des Marktwertes von Unternehmen verlagern sich damit in einer Reihe von Geschäften von materiellen zu immateriellen Vermögenswerten. Daher sollten Investitionsprogrammen der Unternehmen zwangsläufig auch mehr Mittel für die Entwicklung immaterieller Vermögenswerte vorsehen. Die intelligente Planung und Steuerung der hiermit verbundenen markt- und wertorientierten Ressourcen-Allokation erfordert auch neue Instrumente des Finanzmanagements. Immaterielle Vermögenswerte eröffnen dem Management Handlungsspielräume, deren strategischer und finanzieller Wert für die Investitionssteuerung abzuschätzen ist. Der Realloptionscharakter vieler immaterieller Vermögenswerte erfordert den Einsatz von Methoden der Realoptionsbewertung. Herkömmliche Discounted-Cash-Flow-Verfahren, welche bei traditionellen Sachinvestitionsprojekten zweckmäßig sind, sind nur wenig hilfreich, den strategischen und finanziellen Wert von Investitionen

²⁰⁾ Bryan, Lowell/Fraser, Jane/Oppenheim, Jeremy/Rall, Wilhelm: Die neue Weltliga, a. a. O., S.108.

²¹⁾ Bryan et. al. sprechen von Mikroindustrien, a. a. O., S. 102, Anmerkung 3 S. 23-124.

²²⁾ Vgl. Hax, Arnolde C./Wilde, Dean L.: The delta project. Discovering new sources of profitability in a networked economy, New York 2001, insbesondere S. 7-26.

²³⁾ Vgl. mit weiteren detaillierten Beispielen Shapiro, Carl/Varian, Hal R.: Online zum Erfolg. Strategie für das Internet-Business, München 1999, S. 229-296.

in immaterielle Vermögenswerte zu erfassen. Die Beherrschung moderner Verfahren der Investitionsplanung ist für die interne Steuerung des Mitteleinsatzes, aber auch für die externe Kommunikation gegenüber den Banken und dem Kapitalmarkt im Zuge eines aussagefähigen Value Reporting zwingend erforderlich. Kreditgeber, Rating-Agenturen und Investoren wollen wissen, welche profitablen Wachstumsoptionen das Unternehmen besitzt. Diese Angabe ist ein wichtiger Informationsbaustein, mit dessen Hilfe die Finanzmärkte Wachstums- und Ertragserwartungen mit Vorgabecharakter an die zukünftige Unternehmensleistung ableiten. Die Marktbewertung eines Unternehmens spiegelt diese Erwartungen wider.

Die Fähigkeit eines Unternehmens zum profitablen organischen Wachstum und damit zur Erfüllung der Kapitalgebererwartungen hängt von der Breite und Länge seiner „Pipeline“ an Wachstumsoptionen sowie seiner Innenfinanzierungs- und Außenfinanzierungskraft ab. Profitables Wachstum wiederum ist der Motor für nachhaltige Unternehmenswertsteigerungen. Der Zugang zu kostengünstigem Kapital bildet aber einen wichtigen strategischen Erfolgsfaktor. Die Verfügbarkeit von Investitionsmitteln zur Durchführung attraktiver Investitionsprojekte ist Bedingung für die Realisierung von Wachstumschancen. Der weltweite Konsolidierungs- und Restrukturierungsprozess wird daher auch und zunehmend angetrieben durch den Performance-Druck der Kapitalgeber. Nur wenn die Erwartungen der Kapitalgeber erfüllt oder gar übertroffen werden, ist weiteres Wachstum finanzierbar. Nur dann aber lassen sich Unternehmenswert und Marktbewertung weiter steigern. Die Folge ist ein wiederum verbesserter Finanzierungsspielraum. Die Kehrseite dieser Medaille ist, dass mit der Wachstumsrate des Unternehmens aber auch die Renditeansprüche der Kapitalgeber steigen. Damit aber befindet sich das Unternehmen in einem Kreislauf ständig steigender Ansprüche an seine Leistung²⁴⁾.

Kapital ist knapp. Sein Preis steigt mit dem Unternehmensrisiko. Auf den Finanzmärkten konkurrieren Unternehmen unterschiedlicher Bonität um finanzielle Mittel. Die Preisbildung auf den Märkten für Eigen- und Fremdkapital folgt hinsichtlich der Berücksichtigung des Risikos des Kapitalnehmers der gleichen Logik: Der Preis ist risikoäquivalent zu gestalten. Die Höhe der Risikoprämien in der Renditeerwartung der Fremdkapitalgeber wird durch das Ergebnis des Ratingprozesses, die Höhe des Eigenkapitalbedarfs für die Kreditunterlegung und den Eigenkapitalkostensatz des Fremdkapitalgebers bestimmt. Basel II wird diesen Prozess sicher weiter beschleunigen. Ähnlich ist die Kalkulation der Renditeforderung von Eigenkapitalgebern: Ihr Verzinsungsanspruch wird durch die Rendite einer risikoäquivalenten Alternativanlage bestimmt.

Um in einem solchen Umfeld zu bestehen und die notwendigen Investitionen für die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit auf den Beschaffungs-, Absatz- und Finanzmärkten durchzuführen, ist meist – zumindest in kapitalintensiven Geschäften - erhebliche Kapitalkraft erforderlich. Sofern mittelständische Unternehmen, etwa in Nischenmärkten, nicht weltweit marktführende Positionen innehaben, werden sie den oben skizzierten Prozess der globalen Industriekonsolidierung in aller Regel nicht aktiv mitgestalten oder gar – wie Großunternehmen – aktiv beschleunigen können, um sich neue Geschäftschancen zu eröffnen. Dennoch sollten eigentü-

²⁴⁾ Zu Empfehlungen, Unternehmen mögen sich vom Performancedruck der Kapitalmärkte und Finanzanalysten emanzipieren und eine konsequent langfristig angelegte Politik der Maximierung des Unternehmenswertes im Interesse von Anteilseignern und Fremdkapitalgebern betreiben, siehe mit Beispielen Jensen, Michael J./ Fuller, Joseph: Just say no to Wall Street. In: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14 (Spring 2002), S. 41-46.

geführte Unternehmen in diesem Prozess ihre Chancen und Risiken sorgfältig abwägen.

c) Fusionen und Übernahmen – Instrumente zur Erlangung globaler Markführerschaft

Bestimmte Optionen als Integratoren oder Gestalter der Konsolidierung für aktive Positionierungsstrategien, wie sie internationale Branchenführer haben, sind für Mittelständler nur dann realisierbar, wenn ein klares und valides (!) Verständnis und Konzept für die strategische Weiterentwicklung vorhanden sind. Zumeist bleibt allenfalls als aktive und verteidigungsfähige Rolle – ggf. weltweites - Spezialistentum mit starker Wettbewerbsposition in einem Segment oder einer Nische. Umso wichtiger ist es, proaktiv die eigene Wettbewerbsposition in den relevanten Produkt- und Dienstleistungsmärkten sowie auf dem Kapitalmarkt ständig zu überprüfen und die Handlungsoptionen sorgfältig abzuwägen. Gute Unternehmer wissen, dass die Erfolgsaussichten von Markteintritts- und Marktbearbeitungsstrategien auch entscheidend von der Wahl des richtigen Zeitpunktes bestimmt werden²⁵⁾.

Auch und gerade bei der Abwägung eines möglichen Ausstiegs durch Unternehmensgesamt- bzw. -teilveräußerung ist das intelligente Timing von zentraler Bedeutung. Anhaltspunkte für die Wahl des vorteilhaften Zeitpunktes liefern Informationen über die Position der Branche auf der Konsolidierungskurve und die erwartete weitere Konsolidierungsentwicklung in der Branche. Daneben ist für den erzielbaren Preis die Attraktivität des Produkt- und Kundenportfolios sowie der Vertriebswege eines mittelständischen Unternehmens für einen eventuellen strategischen oder Finanzinvestor ausschlaggebend. Jeder Unternehmer muss sich bewusst sein, dass im Falle der Unternehmensveräußerung oder Desinvestition von Unternehmensteilen der erzielbare Veräußerungspreis rapide fällt, wenn zu lange mit der Entscheidung gewartet wird. Typische Beispiele aus der M&A-Praxis sind der Lebensmitteleinzelhandel, der Finanzdienstleistungsbereich oder die IT- und Softwarebranche. Einzelhandelsketten in Deutschland waren in den 70-er und 80-er Jahren gut und für viel Geld an die großen LEH-Konzerne zu verkaufen (Beispiel Verkauf von Leibbrand an die REWE, die damit zum größten LEH-Konzern wurde). Ziel dieser Konzentration war in aller Regel damals, eine Verdichtung zu erreichen, die eine Logistik für deren Wirtschaftlichkeit benötigt (z.B. Minimierung der Leerfahrten oder auch der Fahrstrecken zwischen 2 Läden). Sobald eine ausreichende Verdichtung erreicht war (spätestens in den 90er Jahren), konnten LEH-Ketten kaum oder gar nicht veräußert werden (Beispiele sind Spar oder auch die Versuche, Teile von Tengelmann zu veräußern). Ähnliches trifft auf die Banken zu: Die Probleme der Commerzbank, aber auch der Dresdner Bank, einen entsprechenden Käufer zu finden, sind ein aktuelles anschauliches Beispiel. Ein gutes Gegenbeispiel ist allerdings der Verkauf der Norisbank an die DZ Bank, bei der der Zugang zum Ratenkreditgeschäft – und die Stärkung in diesem Segment - die entscheidende Rolle gespielt hat. Mit der Übernahme der Norisbank hat der genossenschaftliche Bankensektor eine Lücke in seinem Produkt- und Kompetenz-Portfolio geschlossen. Ähnlich wird beispielsweise im Softwarebereich diese Konzentration gerade von heute noch fehlenden Kundenzugängen bei den Branchenführern vorangetrieben. Das Segment der mittelständischen Kunden wird momentan von Microsoft, Oracle und SAP, aber auch von Unternehmen wie IDS Scheer umworben, mit der Folge dass Software-Unternehmen, die diese Zugänge haben, derzeit gut und mit hohen Kaufpreisen verkäuflich sind. Ähn-

²⁵⁾ Vgl. hierzu auch die mit vielen Beispielen versehenen Ausführungen von Müller-Stewens, Günter. und Lechner, Christoph: Strategisches Management, Stuttgart 2001, S. 424 ff.

lich ist es in ganz großem Stil in der Pharmaindustrie: Kaum ein Monat vergeht, in dem nicht über noch größere Zusammenschlüsse berichtet wird. Der Zusammenschluss von Glaxo Wellcome und SmithKline Beecham zu Glaxo SmithKline zum weltweit zweitgrößten Pharmakonzern ist sicher einer der Höhepunkte in diese Richtung. Treibende Kraft sind hier die Skaleneffekte in F&E, Marketing und Distribution. Ähnliches passiert wegen der Technologien und Entwicklungsplattformen im Biotechnologie-Segment, wo z.B. die Player mit großer Marktkapitalisierung wie Amgen, Biogen oder Genzyme treibende Konsolidierer sind. Aber auch dabei wird es sich nur um Zeitfenster handeln, bis optimale Größen erreicht sind. Ein jüngstes Beispiel für eine durch ergänzende Produkte getriebene Konzentration ist der Kauf des Turbinengeschäfts von Alstom durch Siemens, nachdem Siemens in diesem komplementären Geschäft bislang noch nicht tätig ist.

Auf der anderen Seite gibt es natürlich auch eine ganze Reihe von guten und ermutigenden Beispielen, bei denen es entschlossenen handelnden mittelständischen Unternehmen sehr wohl gelungen ist, beherrschende Markt- und Wettbewerbspositionen zu erringen. Reinhold Würth ist es in seinem Geschäft gelungen, aus einem 2-Mann-Betrieb Mitte der 50er – Jahre ein Milliarden-Unternehmen mit hohen Erträgen und einer Weltmarktposition zu schaffen. Im Nahrungsmittelbereich hat es Theo Müller geschafft, durch intelligentes Marketing („Alles Müller oder was?“), aber auch durch viele entschlossene Zukäufe zur rechten Zeit (Sachsenmilch, Weihenstephan, Loose, usw.), aus der kleinen Molkerei in Aretsried ein führendes Nahrungsmittel-Unternehmen zu entwickeln. Einer der von vielen nicht bemerkten „hidden champions“ ist das Unternehmen Döhler Eurocitrus in Darmstadt, dem es unter Führung von Jochen Klein gelungen ist, als Getränkezulieferer durch viele konsequente Teilschritte (Verkauf von Randaktivitäten, Zukäufe im Kernsegment, strategische Allianzen) Marktführer zu werden, indem er notwendige Fähigkeiten (z.B. Internationalisierung) entweder intern oder extern aufgebaut hat. Diese Beispiele sollen natürlich auch mittelständische Unternehmen ermuntern, aktiv den Konsolidierungsprozess zu betreiben, wobei hierzu neben einem klaren strategischen Konzept (wie bei Müller oder Döhler) sowie unternehmerische Entschlossenheit auch die nötigen Ressourcen oder die Schaffung der erforderlichen Mittel (z.B. durch konsequente Teilverkäufe) kommen müssen.

Die Bedeutung der Wahl des richtigen Zeitpunktes sowohl für Zukäufe als auch für Verkäufe ist hinsichtlich der Höhe der erzielten Veräußerungspreise wie auch der Kaufpreise ganz entscheidend. Dies gilt für ertragsstarke Unternehmen genauso wie für Restrukturierungsfälle. Unter den heutigen Bedingungen der Finanzmärkte sind Unternehmen – einerlei ob börsennotiert oder nicht - zur laufenden Restrukturierung gezwungen, nicht erst, wenn sie ihre Kapitalkosten nicht (mehr) verdienen. Empirische Erkenntnisse und Aussagen der mikroökonomischen Theorie legen die Schlussfolgerung nahe, dass der Wettbewerb die Investitionsrenditen der Anbieter in einer Branche auf das Niveau der Kapitalkosten und darunter drückt. Hiernach ziehen Anbieter, welche Überrenditen (nach Abzug der Kapitalkosten) erzielen, Wettbewerber an. Dadurch sinken die aggregierten Industrierenditen soweit, dass sie den Opportunitätskosten des Kapitals entsprechen. Der Lebenszyklus eines Unternehmens ist zunächst durch zunehmende ökonomische Renditen bei wachsender Reinvestitionsrate liquider Mittel geprägt. Trotz anhaltender überdurchschnittlicher Renditen sinken Ertragskraft und Reinvestitionsrate aufgrund schwindender rentabler Wachstumsprojekte. Nachdem in der Reifephase des Unternehmens gerade noch durchschnittliche Rendite erzielt werden, steht das Unternehmen spätestens in der anschließenden Phase im Wettbewerbsvergleich unterdurchschnittlicher Renditen vor der Restrukturierungsnotwendigkeit zur durchgreifenden strategischen Erneue-

rung. Selbst wenn ein Anbieter relative Wettbewerbsvorteile in seiner Branche besitzt, kann aufgrund chronischer Ertragsschwäche der gesamten Branche eine Restrukturierung erforderlich sein. Nicht zuletzt aus diesem Grund ist Restrukturierung für Unternehmen nicht eine Einmalanstrengung sondern bei agilen Unternehmen eher ein laufender Prozess.

Aus Sicht des Kapitalmarktes besitzt ein Unternehmen einen relativen Wettbewerbsvorteil, das heißt die Fähigkeit zur nachhaltigen, überdurchschnittlichen Wertschöpfung, nur dann, wenn zwei Bedingungen vorliegen: Erstens es ist in der Lage eine Überrendite über die Kapitalkosten zu erzielen; zudem liegt zweitens seine Überrendite über dem Durchschnitt der Wettbewerber. Beide Bedingungen sind auf Dauer schwer zu erfüllen. Unter dem Einfluss der Wettbewerbsverschärfung durch Globalisierung vieler Branchen und des beschleunigten Innovationstempos durch technischen Fortschritt und neuer Geschäftsmodelle sinkt die Dauer von Wettbewerbsvorteilen etablierter Anbieter. Gerade auch mittelständische Unternehmer stehen angesichts verschärfter Markt- und Wettbewerbsbedingungen im Zuge anhaltender Konsolidierung vor dem Problem, entweder ständig neue Quellen für Wettbewerbsvorteile zu finden, um ihre Selbständigkeit zu sichern, oder den richtigen Ausstiegszeitpunkt zur Optimierung des erzielbaren Verkaufspreises zu treffen.

Für die Erfüllung der Erwartungen der „Financial Community“ ist in vielen Fällen das organisch realisierbare Wachstums- und Ertragssteigerungspotential durch Restrukturierungsmaßnahmen und aus verbesserter Nutzung des vorhandenen Produkt- und Kundenportfolios von Unternehmen im Sinne eines internen Wachstums – schon aus Zeitgründen – nicht ausreichend. Neue strategische Handlungsfelder oder die Verbesserung der Wettbewerbsposition werden dann über Fusionen und Übernahmen anderer Unternehmen erschlossen. Derartige Transaktionen zielen darauf ab, durch Erweiterung des Geschäftsportfolios, die Neugestaltung der entstehenden Wertschöpfungsketten, Optimierung der Finanz- und Vermögensstruktur sowie umsatz- und kostenwirksame Synergieeffekte, Wachstums- und Ertragslücken zu schließen und die Investment-Story des Unternehmens bei seinen Kapitalgebern zu beflügeln.

Jedoch sind M&A-Transaktionen alles andere als der einfach beschreibbare Königsweg zur nachhaltigen Wertsteigerung: Empirischen Untersuchungen zufolge liegt die Erfolgsquote von Übernahmen im Durchschnitt höchstens bei etwa 50 %. Je größer die Ähnlichkeit der Märkte der beteiligten Unternehmen und je kleiner das übernommene verglichen mit dem übernehmenden Unternehmen, desto höher die Erfolgswahrscheinlichkeit eines Zusammenschlusses²⁶⁾. Seit Benjamin Graham ist aber auch bekannt, dass das Niveau der Marktpreise (z.B. der Börsenindizes) und natürlich auch des konkreten Übernahmeobjekts entscheidend für den wirtschaftlichen

²⁶⁾ Zur Frage der Effekte von M & A-Transaktionen auf die Anteilseigner-Rendite vgl. etwa Loughran, Tim/Vijh, Anand M.: Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? In: The Journal of Finance, Vol. 52 (1997), S. 1765-1790 und Sirower, Mark L./O`Byrne, Stephen F.: The measurement of post-acquisition performance: Toward a value-based benchmarking methodology. In: The Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 10 (Summer 1998), S. 107-121. Zur Konstellation unternehmenswertzerstörenden Folgen globaler Zusammenschlüsse vgl. auch Ghemawat, Pankaj/Ghadar, Fariborz: The dubious logic of global megamergers, a. a. O., S. 68-69. Überdurchschnittlich erfolgreich sind Fusionen und Übernahmen in sogenannten Netzwerkindustrien, wie der Transportindustrie, Telekommunikation und Energiewirtschaft. Erfolgsentscheidend sind generell eine klare Akquisitions- und Integrationsstrategie, welche auf den Ausbau der Kernkompetenzen des Aufkäufer abzielt

Erfolg einer Akquisition ist: Graham war laufend auf der Suche nach unterbewerteten Unternehmen. Sein gelehriger Schüler Warren Buffet, dem vielleicht erfolgreichsten Investor der Gegenwart, hat den wichtigen Aspekt hinzugefügt, dass zunächst das Unternehmen „an sich“ passen muss (Geschäftsmodell, Wettbewerbsposition, Management usw.) und erst in 2. Linie dann –aber genau so wichtig! – der richtige Preis kommt. Dem ist eigentlich nur wenig zuzufügen, nur das, dass die strategisch und konzeptionell führenden Unternehmen (z.B. im Pharma- oder im Nahrungsmittelbereich, wie oben ausgeführt) gerade jetzt auf strengem Kaufkurs sind.

Die M&A-Wellen der letzten Jahrzehnte folgten im weltweiten Konsolidierungstrend jeweils bestimmten Mustern. So waren die M&A-Transaktionen der 60er und 70er Jahre des letzten Jahrhunderts bestimmt durch den Gedanken der Schaffung von hochdiversifizierten Konglomeraten. In den 80er Jahren folgte die Gegenbewegung durch „hostile“-Transaktionen von Finanzinvestoren. Diese häufig durch syndizierte Bankkredite und Junk Bonds finanzierten Übernahmen führten oftmals zur Zerlegung der zuvor entstandenen Konglomerate. Mischkonzerne galten nicht länger als effiziente Organisationsformen²⁷⁾. Die M&A-Transaktionen der 90er Jahre waren hauptsächlich durch verbundene Akquisitionen geprägt. Diese folgten dem Leitgedanken der Konzentration auf das wertschaffende Kerngeschäft, waren aber auch Reaktionen auf die Deregulierung von Industriezweigen. In der Endphase der Börseneuphorie zur Jahrtausendwende waren die Übernahmeaktivitäten häufig nur noch getrieben von den möglichen „stories“ für die Kapitalmärkte, die solche Aktivitäten prompt mit Kurssteigerungen honorierten. Dem ist in den letzten Jahren eher große Skepsis gewichen.

Ineffiziente Aktienmärkte oder allgemein Märkte für Gesellschaftsanteile an Unternehmen führen dazu, dass die Bewertung von Anteilsrechten an Unternehmen nicht per se ihrem fairen Wert entspricht. Rational handelnde Unternehmens-Manager, welche diese Marktineffizienzen verstehen, realisieren das brachliegende Wertpotential durch M&A-Transaktionen. Nach diesem Modell sind Unternehmenstransaktionen eine Form der Finanzmarkt Arbitrage in ineffizienten Kapitalmärkten. Für den Erfolg einer M&A-Transaktion entscheidende Faktoren sind hierbei die relativen Bewertungen der beteiligten Unternehmen vor dem Zusammenschluss und die zutreffende Beurteilung des finanziellen Wertes der Synergien aus einem Zusammenschluss²⁸⁾. Die Verteilung des Synergievorteils auf die Anteilseigner des Ziel- und des aufkaufenden Unternehmens durch Einigung auf einen Kaufpreis entscheidet über die jeweiligen Renditen aus der Transaktion.

Mehr noch als für die Wertpapierbörsen gilt das Argument der gering ausgeprägten Effizienz der Preisbildung auf dem nicht-organisierten Markt für Unternehmenskontrolle. Auf diesem Markt werden etwa Gesellschaftsanteile von nicht börsennotierten mittelständischen Unternehmen gehandelt. Durch professionelles Vorgehen lässt sich diese Markteigenschaft zugunsten verkaufswilliger mittelständischer Unternehmen nutzen. Voraussetzung hierfür sind klare Ziele und eine Strategie, welche die

²⁷⁾ Vgl. Jensen, Michael C.: Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. In: American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 76 (1986), S. 323-329.

²⁸⁾ Konträr zu der These (partiell) ineffizienter Märkte für Unternehmensanteile, auf denen Unternehmensleitungen rational agieren, steht die Hybris-Hypothese von Roll. Hiernach sind Finanzmärkte effizient bzw. rational im Gegensatz zu eher irrational handelnden Managern. Vgl. Roll, Richard: The hubris hypothesis of corporate takeovers. In: The Journal of Business, Vol. 59 (1986), S. 197-216.

Chancen und Risiken des Branchen- und Wettbewerbsumfeldes mit den Stärken des Unternehmens optimal kombiniert.

Mit Blick auf den erzielbaren Preis bei Verkäufen ist wichtig, dass die Auswahl der potentiellen Übernahmeinteressenten den sogenannten „natürlichen Erwerber“, also den mit der höchsten Zahlungsbereitschaft, enthält. Der Wert eines Arrondierungsgrundstücks, als letztes notwendiges Flurstück, hat erheblich mehr Wert, als ein gleich großes, wenn das Gesamtgrundstück ausreichend arrondiert ist. Ähnliches trifft für Schlüsseltechnologien zu: Der Kaufpreis in Höhe von 1,4 Mrd. U\$, den Roche für das Biotechnologie-Unternehmen Igen bezahlte, war sicher auch deshalb so außerhalb konventioneller Bewertungsbandbreiten, weil Roche schon zur Vermeidung von Patentstreitigkeiten diesen Kauf „brauchte“. Diesen „natürlichen Käufer“ zu finden, bedarf es eingehender Kenntnis beider Marktseiten, vor allem aber auch strategisches Wissen, Gespür und Verständnis der Ausgangslage und Ziele der Partner. Überdies sind Managementenerfahrungen bei der Gestaltung und Steuerung des Such- und Verhandlungsprozesses bis zum Abschluss der Transaktion unverzichtbar. Weitblickende Unternehmer prüfen daher auch regelmäßig, ob bestimmte Unternehmensteile in der Hand oder in der Umgebung von anderen Unternehmen nicht viel höhere Werte schaffen als im eigenen Umfeld. Umgekehrt sind diese Unternehmer aber auch kontinuierlich auf der Suche nach komplementären Geschäften, die im eigenen Unternehmen wertvoller als beim potentiellen Verkäufer sind.

3. Basel II und seine Folgen

Anhaltende Globalisierung, Branchen-Konsolidierung und Nachfrageschwäche auf angestammten Märkten erhöhen in vielen Industriezweigen den Zwang zu umfassender Restrukturierung und Neupositionierung im dynamischen Markt- und Wettbewerbsumfeld. Für mittelständische Unternehmen kommt hinzu, dass die zukünftigen Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute gemäß dem Akkord von Basel II sowie die neuen Bilanzierungsvorschriften nach IAS/IFRS den Bedarf an ein umfassendes Management der Aktiv- und Passivseite der Bilanz, der Kapitalkosten und der operativen sowie finanziellen Risiken erhöhen²⁹⁾.

Für die Strategie deutscher Kreditinstitute zur Wiedererlangung einer im internationalen Vergleich zufriedenstellenden Ertragskraft ist eine verbesserte Rendite-Risiko-Steuerung des Kreditgeschäfts von zentraler Bedeutung. Die Kreditinstitute steuern zunehmend ihr Kreditportfolio über bankinterne Ratingsysteme und Modelle zur Messung unerwarteter Verluste aus dem Kreditportfolio³⁰⁾.

Nach Basel II ist erstmals der für einen Kredit vorzuhaltende Eigenkapitalbetrag des Kreditinstituts nicht nur nach dem Ausfallrisiko des Kreditnehmers sondern auch nach dessen „operationalen Risiken“ und der Kreditlaufzeit zu bemessen. Um diesem erweiterten Auftrag zu genügen, sind entsprechend ausgefeilte Ratingverfah-

²⁹⁾ Die Eigenkapitalvereinbarung nach Basel II besteht aus den drei Säulen Mindestkapitalanforderungen, aufsichtliches Überprüfungsverfahren und Marktdisziplin. Vgl. Basel Committee on Banking Supervision: The new Basel capital accord, consultative document, Basel 2003. Für die Zwecke der vorliegenden Untersuchung ist lediglich die Säule Mindestkapitalanforderungen relevant.

³⁰⁾ Hierzu gehört etwa der Value-at-Risk-Ansatz. Vgl. etwa Büschgen, Hans E.: Grundlagen des Bankmanagements, Frankfurt 1999, S. 248-270 mit weiteren Literaturnachweisen.

ren³¹⁾ erforderlich. Auf dieser Grundlage sollten auch Geschäftspläne des Unternehmens sowie sein Produktprogramm, die Markt- und Wettbewerbsposition und das Risikomanagement des Unternehmens risiko- und chancenorientiert bewertet werden. Hierzu werden in den Ratingverfahren neben quantitativen auch qualitative Kriterien eingesetzt.

Der Zugang zu Kapital - als Folge davon die Höhe der Fremdkapitalkosten sowie Art und Ausmaß zu stellender Sicherheiten - werden zukünftig noch stärker an die Rating-Einstufung des Unternehmens gebunden sein. Die Bonitätseinstufung des Unternehmens entscheidet über die erforderliche Höhe des Eigenkapitals, mit dem das Kreditinstitut Ausleihungen an das jeweilige Unternehmen zu unterlegen hat. Da bei schlechterem Rating mehr Eigenkapital von der Bank einzusetzen ist, erhöht sich die Komponente Eigenkapitalkosten in der Bankkalkulation. Damit steigt für Unternehmen schlechterer Bonität der Kreditzinssatz.

Insbesondere zu Lasten mittelständischer Unternehmen werden sich die Finanzierungszinssätze stärker spreizen. Quantitative Auswirkungsstudien der Basler Eigenkapitalvorschriften auf die Höhe der Finanzierungskosten von mittelständischen Kreditportfolios wurden etwa von der Kreditanstalt für Wiederaufbau und der Deutschen Bundesbank vorgelegt³²⁾. Für das Mittelstandsportfolio der KfW würde erst ab der Ratingklasse BB- und schlechter eine Erhöhung der Kreditzinsen durch Basel II eintreten. Für bessere Bonitäten im Investment-Grade-Bereich wären hiernach Zinsentlastungen zu erwarten. Auch die Untersuchung der Bundesbank bestätigt für kleinere und mittelgroße Unternehmen eine höhere Kreditausfall-Wahrscheinlichkeit mit der Folge einer Konditionenverschlechterung durch die Regelungen nach Basel II.

Der Trend zu stärkerer Risikodifferenzierung und ausgeprägterem Risikobewusstsein der Kapitalgeber beeinflusst nicht nur die Bankfinanzierung, sondern auch die Gesamtkonditionen einer Eigenkapital- und Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt. In dieser Entwicklung liegt auch die Chance für den Mittelstand, die verfolgte Strategie, das Geschäftsportfolio sowie die Markt- und Wettbewerbsaussichten vor dem Hintergrund der absehbaren Veränderungen im Branchenumfeld kritisch zu überprüfen. Hierzu gehört auch die Weiterentwicklung der Führungs- und Berichtssysteme. Auch zur Verbesserung der vielfach den unternehmerischen Handlungsspielraum einschränkende Eigenkapitalausstattung sind Maßnahmen zur Bonitätsverbesserung erforderlich. Der Hereinnahme eines strategischen oder Finanzinvestors sollte eine strategische Analyse vorausgehen. Auf dieser Grundlage sind ein analytisch abgesichertes Risiko-Chancen-Profil des Unternehmens und ein zielführendes Maßnahmenprogramm abzuleiten. Strategische Ziel- und Steuergröße ist der Unternehmenswert. Seine Höhe entscheidet über den unternehmerischen Handlungsspielraum. Die entscheidenden Fragen sind vor diesem Hintergrund für jeden Mittelständler individuell zu beantworten: Welche Alternative ist die vorteilhafteste? Mit welcher Strategie lässt sie sich am besten realisieren? Wann muss bzw. sollte ich handeln?

³¹⁾ Als Ratingsysteme finden der Standardansatz sowie bankinterne Verfahren und externe Verfahren der Ratingagenturen Anwendung.

³²⁾ Vgl. zum folgenden Krämer-Eis, H./Taistra, Gregor: Basel II: Führen die neuen Anforderungen an die Kreditinstitute zu einer Benachteiligung des Mittelstands? In: Ifo Schnelldienst, 3. Jg. (2002), S. 5-8 und Taistra, Gregor/Tiskens, Christoph/Schmidtchen, Markus: Basel II – Auswirkungen auf typische Mittelstandsportfolien. In: Die Bank, 7. Jg. (2001), S. 514-519.

4. Strategische Optionen für den Mittelstand – Chancen nutzen und Fallstricke vermeiden

Die diskutierte Welle an Fusionen und Unternehmensübernahmen im Zuge der globalen Konsolidierung von Branchen ändert deren Markt- und Wettbewerbsstrukturen tiefgreifend. Hiervon ist jede Industrie mit unterschiedlicher Intensität und Geschwindigkeit betroffen.

Dieses Szenario ist für viele mittelständische Unternehmen nicht untypisch. Abschirmen von dieser Entwicklung kann sich kein mittelständisches Unternehmen. Aber es kann seinen jeweils individuell optimalen Weg finden und konsequent beschreiten. Unsere Erfahrung aus der langjährigen Arbeit mit mittelständischen Unternehmen verdeutlicht, dass mindestens 10 Fallstricke ausliegen, die den Erfolg verhindern können. Nachstehend gehen wir auf diese potentiellen Erfolgshemmnisse ein und geben einige Handlungsempfehlungen.

Jedes mittelständische Unternehmen muss eine seiner spezifischen Situation gemäße Strategie hinsichtlich der Branchenstrukturveränderungen finden. Eine systematische Orientierung für die Strategieentwicklung und –umsetzung bilden etwa folgende Kernfragen:

- **Analyse:**

Wie ist die Position des eigenen Unternehmens im Konsolidierungs- und Restrukturierungsprozess der Branche ?

Wie attraktiv ist die Branche weiterhin für das eigene Unternehmen ?

Wie werden sich die Attraktivitätsfaktoren voraussichtlich für das Unternehmen verändern ?

Wie gut ist die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens auf den Absatz- und Beschaffungsmärkten einerseits und den Finanzmärkten andererseits ?

Gibt es Wachstumssegmente in der Branche, in denen das Unternehmen eine nachhaltig profitable Stellung erlangen oder erhalten kann ?

Ist diese auch verteidigungsfähig und nachhaltig ?

Wie wird sich angesichts der absehbaren Veränderung der Branchenstruktur der Wert des Unternehmens entwickeln ?

Von welchen Faktoren hängt der Wert vornehmlich ab ?

Welchen Einfluss hat das Unternehmen auf die Schlüsselfaktoren für den Unternehmenswert ?

Wie lässt sich der Unternehmenswert angesichts der Branchendynamik steigern oder zumindest absichern ?

Gibt es potentielle Aufkäufer für das Unternehmen oder Partner, die fehlende Ressourcen zur Verfügung stellen könnten ?

Wie ist deren wirtschaftliches Umfeld und sind deren Möglichkeiten ?

Welchen Hebel könnten die eigenen Fähigkeiten in der Umgebung solcher Unternehmen entfalten ?

Gibt es „natürliche Käufer“ und welche Veränderungen im Zeitablauf sind zu erwarten (Stichwort „Zeitfenster“)?

- **Alternativenbewertung:**

Welche Handlungsoptionen stehen grundsätzlich zur Verfügung ?

Wie sind die Handlungsalternativen zu bewerten ?

Welchen finanziellen Wert hat jede Handlungsalternative ?

Welches ist die günstigste Alternative ?

Zu welchem Unternehmenswert führt sie ?

Wann ist der wertmaximierende Kauf- bzw. Verkaufszeitpunkt ?

- **Umsetzung und Maßnahmen:**

Welche Strategie ist zur Umsetzung der vorteilhaften Alternative am besten geeignet ?

Wie sieht der Zeitpfad bzw. das Timing der Maßnahmen aus ?

Welche Investitionen sind für die Realisierung der Maßnahmen erforderlich ?

Was sind die kritischen Pfade, was sind die notwendigen Meilensteine ?

Für eine wirkungsvolle Steuerung des Unternehmens durch das „Branchen-Endspiel“ sind 10 Fallstricke zu vermeiden, die erfahrungsgemäß den Handlungserfolg beeinträchtigen.

Fallstrick 1: Die betroffenen Unternehmen schätzen das Tempo und die Tragweite der Konsolidierung in ihrer Branche falsch ein. Folge ist, dass auch keine realistische Beurteilung der Konsolidierungskonsequenzen für die eigene Wettbewerbsposition und Überlebensfähigkeit besteht. Insbesondere werden die konkreten wirtschaftlichen Auswirkungen auf den Wettbewerb und das eigene Unternehmen (z.B. hinsichtlich veränderter Kostenpositionen, Innovationen, Wachstum von Markt und Wettbewerb usw.) zunächst meist unterschätzt. Häufiger Grund ist auch, dass aussagefähige Instrumente zur Frühaufklärung und des Risikomanagements fehlen.

Fallstrick 2: Die Unternehmen sind zu wenig markt- und wettbewerbsorientiert. Die systematische Beobachtung von Wettbewerbern und die Simulation ihres Verhaltens in strategischen Marktsituationen wird häufig unterlassen. Aufgrund fehlender oder erfolgloser Maßnahmen zur Bindung von attraktiven Kunden ist die Kundenabwanderung hoch. Bei vielfach geringen oder vernachlässigbaren Markteintrittsbarrieren verändern neue Anbieter mit unkonventionellen Geschäftsmodellen die Grundlagen des Wettbewerbs. Global agierende, kapitalkräftige Konzerne akquirieren gezielt in attraktiven Märkten und verstärken ihre Markt- und Distributionsanteile. Mittelständler werden in Nischen abgedrängt. Diese sind aber häufig nicht verteidigungsfähig und nachhaltig genug.

Fallstrick 3: Zentrale Steuerungsinformationen über die Auswirkungen der Wettbewerbsverschärfung, Nachfrageschwäche, Kostendynamik und nachlassender Preissetzungsfähigkeit für die eigene zukünftige Ertragskraft und den Unternehmenswert fehlen. Die momentane Situation wird auf z.B. konjunkturelle Schwächephasen geschoben, mit der Folge, dass auf verbessertes Umfeld – oft tatenlos – gewartet wird. Der finanzielle Wert z.B. von Stamm- und Neukunden oder von einzelnen Produktsegmenten ist häufig nicht bekannt. Quantifizierungen der Auswirkungen von Strategien auf den Unternehmenswert unterbleiben. Die Wertbeiträge von Geschäfts- bzw. Produktbereichen oder gar eines Zusammengehens mit einem Mitbewerber (Stichwort Strategische Allianz) werden nicht berechnet. Da die Werthebel häufig nicht bekannt sind und Wertkennzahlen im Planungs-, Steuerungs- und Berichtssystem fehlen, unterbleibt auch ein integrierte Erfolgs- und Liquiditätssteuerung. Umso weniger ist es damit auch möglich, potenziellen strategischen Partnern die Wertbeiträge – auch im Falle eines Zusammengehens – zu kommunizieren.

Fallstrick 4: Es bestehen weitgehende Unklarheiten über das Ausmaß und die Tragweite von Finanzierungsengpässen und Ertragseinbußen aufgrund verschärfter Bonitätskriterien der Kapitalgeber, des Rückzugs von Banken aus der Kreditfinanzierung sowie erhöhter Kosten durch Rating-Verfahren und Zinsanhebungen. Fehlendes Betriebs- und Wachstumskapital beeinträchtigt das operative Geschäft, schränkt die Investitionsfähigkeit ein und gefährdet über eine verschlechterte Wettbewerbsposition die zukünftige Ertragskraft und den Unternehmenswert. Dies ist insbesondere mit Blick auf die Innovationsfähigkeit von Bedeutung: Selbst mit professionellstem F&E-Management sind Innovationen qua Definition nur sehr schwer planbar. Bei hoher Ergebnisunsicherheit aber bedeuten finanzielle Reserven „Durchhaltepotenzial“ und Manövriermasse im Innovationswettbewerb. Nicht wenige Unternehmen werden – gerade in schwierigen Zeiten - von Banken zum Verkauf gedrängt, mit der Folge, dass dann aus der Position der Schwäche und unter Eile verhandelt werden muss.

Fallstrick 5: Da die Diagnose der Entwicklung der Branchenstruktur, der zukünftigen Nachfrage und der eigenen Position im Strukturwandel unzureichend ist, werden auch die Handlungsspielräume nicht systematisch und lösungsorientiert ausgelotet. Abzuschätzen sind demgegenüber die Erfolgsaussichten, alle verfügbaren Instrumente, Strukturen und Prozesse des Unternehmens an die zukünftigen Anforderungen der Produkt- und Kapitalmärkte anzupassen. Hierzu gehören unternehmensinterne Restrukturierungsmaßnahmen ebenso wie die abgestimmte Nutzung von Wachstumsoptionen, verbesserte operative Leistungsfähigkeit, Stärkung der Finanz- und Vermögensstruktur und die Veräußerung von Unternehmensteilen – insbesondere von Randaktivitäten - zur Mittelfreisetzung für das Kerngeschäft. Zum Handlungskatalog gehört auch die Option, das Unternehmen als ganzes zu veräußern. Durch die Hereinnahme von (Finanz-) Investoren lassen sich oftmals die Eigenkapitalausstattung markt- und ratinggerecht verbessern, zusätzliche Finanzierungsquellen erschließen und damit die Handlungsspielräume erweitern.

Fallstrick 6: Bei hoher Änderungsgeschwindigkeit in der Industrie ist das Timing der Maßnahmen erfolgsentscheidend. Wer den richtigen Zeitpunkt für die Restrukturierung, die Hereinnahme eines Finanzierungspartners, eine Desinvestition von Unternehmensteilen oder den Unternehmensverkauf - wie auf der anderen Seite für einen entschlossenen Zukauf - verpasst, verspielt einen erheblichen Teil des Unternehmenswertes. Die weiter oben genannten Beispiele aus dem LEH, der IT- und Softwarebranche, aus dem Pharma- wie auch dem Bankenbereich dokumentieren, dass sich hier meist Zeitfenster öffnen aber auch rasch wieder schließen, wenn der Konsolidierungsprozess weiter vorangeschritten ist.

Fallstrick 7: Häufig wird bei Abgabe eines Unternehmensteils und beim Unternehmensverkauf nicht der höchstmögliche Preis erzielt. Nur der potentielle Erwerber wird am meisten für den Einstieg bezahlen, für den das Unternehmen bzw. der Unternehmensteil den höchsten Wert besitzt. Diese „natürlichen Eigentümer“ schöpfen zusätzlichen Wert aus Größen-, Breiten-, Diversifikations- und sonstigen Synergievorteilen, die von anderen Käufern nicht erreichbar sind. Vorandiskutierte Beispiele waren das „Arrondierungsgrundstück“ oder der „letzte fehlende Puzzlestein“, für die sich im übertragenen Sinn häufig vergleichsweise hohe Kaufpreise durchsetzen lassen. Die langjährige Erfahrung im Verkauf von Unternehmen zeigt, dass sich in solchen Fällen selbst für Verlustunternehmen oft noch hohe Kaufpreise realisieren lassen. Gründliche Kenntnis der Marktteilnehmer, ihrer Zielsetzungen und Strategien sowie eingehende Erfahrung bei der Strukturierung und Durchführung von Transaktionen sind unabdingbare Voraussetzungen für optimale Ergebnisse.

Fallstrick 8: In vielen Fällen wird der Lösungsraum zu schnell eingegrenzt und bereits im Frühstadium zu fokussiert gesucht. Es wird bei strategischen Partnerschaften oder einem Gesamtverkauf zwar an den direkten Wettbewerb gedacht – oft sogar nur im nationalen Umfeld! – aber scheinbar weiter weg liegende Lösungen (oft schon im nahen Ausland) kaum sondiert. So kann es sehr wohl sein, dass eine Einzelhandelskette als solche eher unverkäuflich ist, aber vielleicht die Lagen und/oder Mietverträge in der Hand eines ganz branchenfremden Unternehmens einen hohen Wert darstellen und damit hohe Kaufpreise rechtfertigen. So haben z.B. im Kampf um Marktanteile die nationalen und internationalen Mobilfunkunternehmen in kurzer Zeit 1a-Standorte gesucht und dabei durchaus sortimentsfremde Ketten zu hohen Kaufpreisen erworben.

Hinzu kommt die zunehmende Bedeutung der reinen Finanzinvestoren. Mehr als 1/3 der 25 größten Transaktionen im 1. Hj. 2003 weltweit wurden von Finanzinvestoren abgewickelt. Daher ist es natürlich wichtig, die Landschaft hier detailliert zu kennen, um zu wissen, ob eine Transaktion – von der Branche, von der Größe, von der besonderen Situation (z.B. Restrukturierung, MBO, MBI) – eher zu Advent, APAX, Bain Capital, Blackstone, Candover, Carlyle, CVC, Electra, oder einem der kleineren, spezialisierten Investoren wie Abingworth, MPM Capital, tbq oder TVM passt. Darüber hinaus sind natürlich hier auch gewachsene Kontakte von Vorteil.

Fallstrick 9: Die Bedeutung eines professionell geführten Prozesses, z.B. bei Kauf oder Verkauf sowie bei der Ausgestaltung einer strategischen Partnerschaft, wird oftmals völlig unterschätzt. Aus unserer langjährigen Erfahrung ist dies sogar erheblich wichtiger als detaillierte Branchenkenntnisse, weil diese entweder im Unternehmen ohnehin vorhanden sind oder über Netzwerke leicht eingeholt werden können. Hierzu gehört insbesondere das Wissen, wie mögliche Partner/Käufer angesprochen werden, wie Vertraulichkeit gewahrt werden kann, wie schrittweise Informationen und in welcher Form weitergegeben werden, usw. Das Thema vertraulicher Information ist natürlich vor allem unter Wettbewerbern wichtig, weil hier manche Informationen selbst in einer Due Diligence nicht offen gelegt, sondern sie nur strukturell und vertraglich zugesichert werden können. Die Ausgestaltung der eigentlichen Vertragsverhandlungen (durchaus mit Rollenspielen der jeweiligen Beteiligten!), wie auch die Koordination der steuerlichen, rechtlichen und wirtschaftlichen Berater ist ein komplexer Themenkreis für sich, für den es wichtig ist, dass die Beteiligten langjährig erfahren sind.

Fallstrick 10: Viele Unternehmer haben natürlich mangels Erfahrung keinerlei Wissen, welche grundsätzlichen Varianten der Hereinnahme eines Partners oder eines Verkaufs es gibt. Das gleiche trifft analog für den Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen zu. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten einer strategischen Allianz oder einer Minderheitsbeteiligung sind in der Tat in nahezu jedem Einzelfall ganz unterschiedlich. Auch ganz unterschiedlich sind damit auch die Details in der konkreten Ausgestaltung, wie beispielsweise put- und call-Optionen, z.T. mit unterschiedlichen Kaufpreisen, Gesellschafterrechte, drag along – wie auch Rückfallklauseln, Mitverkaufs- und Vorkaufsrechte, Besserungsscheine, mezzanine-Finanzierungen, um nur einige Optimierungs-Instrumente anzusprechen. Oft fehlen auch Gespür und natürlich Erfahrung, um zu wissen, welche Rahmenbedingungen sich im konkreten Einzelfall durchsetzen lassen und welche nicht.

Bei der aufgezeigten Komplexität des Themas empfiehlt sich generell natürlich, erfahrene Berater zur Problemdiagnose und –lösung heranzuziehen. Die Erfahrung aus vielen ähnlich gelagerten Fällen zeigt, dass optimale Konditionen nur bei rei-

nungslosem Zusammenspiel von Diagnose- und Marktkompetenz bei der Suche und Einbindung des richtigen Partners erreichbar sind. Die Unterschiede bei den realisierten Werten mit oder ohne Einschaltung einer guten Investmentbank übersteigen die z.T. nicht unbeträchtlichen Honorare für diese Dienstleistung meist um ein Vielfaches. Wir wollen an der Stelle aber auch nicht verhehlen, dass die Beurteilung der Güte und Eignung einer Investmentbank im konkreten Fall für einen Unerfahrenen nicht ganz einfach ist.