
Ernst & Young-Unternehmergespräch
Ludwigsburg, 25.07.2006

- Prof. Dr. Dieter H. Vogel -

***Unternehmenswachstum durch Akquisition
Die Perspektive des strategischen und des
Private-Equity-Investors***

Meine Damen und Herren,

vor Unternehmern über die Notwendigkeit von Wachstum zu sprechen, ist wie Eulen nach Athen tragen. Im Gegensatz zu Zweiflern in der Politik wissen Unternehmer: Nachhaltigen ökonomischen Erfolg ohne Wachstum gibt es nicht.

Stagnierenden Umsätzen kann man eine Weile durch internes Kostenmanagement begegnen. Auf Dauer nicht. Die Kosten steigen unaufhaltsam, die Degression der Stückkosten unterbleibt, Preiserhöhungen verhindert der Markt, die Gewinne verringern sich und der spezifische Kapitaleinsatz nimmt zu. Das Einspielen der Kosten des eingesetzten Eigen- und Fremdkapitals gelingt nicht mehr, geschweige denn, dass ein Übergewinn zur Steigerung des Unternehmenswerts erzielt werden könnte. Schaltet das Unternehmen auf Wachstum um, geschieht das Gegenteil. Die spezifischen Kosten sinken. Es entstehen Preisspielräume. Vor allem aber: Wachstumsorientierte Unternehmen strahlen Aktivität und Lebendigkeit aus, sind attraktiv für die Führungskräfte, die Mitarbeiter, die Kunden, die Lieferanten.

Natürlich ist unternehmerischer Erfolg auch nicht ohne stringentes Kostenmanagement zu erreichen. Kostenreduktion ist das kleine Einmaleins, Wachstum das große. Und die Verbindung von Beidem ist es, die den Erfolg sichert.

Abb. 1:
AT Kearney-
Studie

Langzeit-Analysen, wie die „AT Kearny Wachstumsstudie 1999“, weisen nach, dass die Unternehmen mit dem größten Umsatzwachstum auch das größte Wertwachstum erzielen konnten. Den höchsten Wertzuwachs erreichen danach Unternehmen, die kontinuierlich mit Raten wachsen, die oberhalb des Branchendurchschnitts liegen. „Value Growers“ investieren meist in Kerngeschäfte, verzetteln sich nicht in Experimenten. Sie sind innovativ und auf bekanntem Terrain auch durchaus risikofreudig. Ihr Portfolio zeigt Wachstumsfelder aus internem und externem Wachstum im ausgewogenen Verhältnis.

Abb. 2:
Internes
Wachstum

Warum ist internes, organisches Wachstum nicht die alleinige Antwort auf die Wachstumsfrage? Nichts gegen organisches Wachstum. Es ist und bleibt die hohe Schule des Unternehmertums.

Organisches Wachstum kann nicht von oben angeordnet werden. Es ist auch nicht allein durch Zuteilung entsprechender Investitionsmittel zu erreichen.

Internes Wachstum, das über das Marktwachstum hinausgeht, bedarf einer Unternehmenskultur, die Führungskräfte Unternehmer sein lässt, Ideen und Initiativen fordert und fördert, Leistungen honoriert und Fehler akzeptiert.

Solchermaßen exzellente Unternehmen können durchaus doppelte Wachstumsraten wie ihr Wettbewerb erzielen und damit einen überproportionalen Wertzuwachs erreichen. Doch Vorsicht! Bei zu hohen Wachstumsraten vom Drei- oder gar Vierfachen der Branche, kann aus wertbildendem Wachstum leicht Wachstum unter Wertvernichtung werden. Fallstudien zeigen, dass abhängig von der Aufnahmefähigkeit des jeweiligen Marktes der zunächst zum Wachstum überproportionale Wertzuwachs zu unterproportionalem Wertwachstum und danach sogar zur Wertminderung führt.

Fazit: Die interne Wachstumsgeschwindigkeit hat ihre Grenzen.

Abb. 3:
Gründe für
externes/
internes
Wachstum

Als strategische Option im Wettbewerb mit der Eigenentwicklung bleibt die externe Expansion durch Akquisitionen oder andere Unternehmensverbindungen. Wachstum durch M&A-Transaktionen macht immer dann Sinn, wenn Verbundvorteile die Nachteile der Integrationskosten, die Risiken aus der erhöhten Komplexität und die Gefahren aus kulturellen Spannungen übersteigen. Schließt man den Faktor „Zeit“ ein, wird die Option der externen Expansion angesichts der globalen Zwänge, aber auch der globalen Opportunitäten, in vielen Fällen zu einem Muss, dem sich kein Unternehmer entziehen kann.

Akquisitionen ermöglichen das Überwinden von Markteintrittsbarrieren finanzieller oder auch regulatorischer Art. Sie vermindern das Innovations-Risiko, indem der nachweislich erfolgreiche Innovator einfach gekauft wird. Die wichtige „Time to market“ kann dabei entscheidend verkürzt werden.

Akquisitionen überbrücken auch große Technologievorsprünge, geben sofortigen Zugang zu Kapazitäten und sind nicht selten in der Lage, qualifiziertes Management auch für die eigenen Belange zu erwerben. Und nicht zuletzt kann der Aufkauf des Konkurrenten zur Marktberuhigung ein Akquisitionsmotiv sein.

Zweifelsohne sind interne Expansionsschritte leichter maßzuschneidern und haben ein überschaubares Risikoprofil. Trotzdem: Allein auf interne Expansion zu setzen wäre gefährlicher als sich den Gefahren der M&A-Welt auszusetzen. Und die gibt es in der Tat.

Abb. 4:
Prozess-
übersicht

Die M&A-Statistik strategischer Investoren ist so stabil wie ungünstig. Mehr als 50 % der Akquisitionen lassen den Unternehmenswert geringer steigen als im Branchendurchschnitt und können damit als Misserfolg gewertet werden. Die Erfolgsquote bei Fusionen ist noch niedriger. Gemessen am Total Shareholder Return sind etwa 2/3 aller Merger Misserfolge. Umgekehrt führen Desinvestitionen, meist in Verbindung mit der Fokussierung der Ressourcen auf Kerngeschäfte, in der Mehrzahl der Fälle zur Wertsteigerung des abgebenden Unternehmens. Dass die Kapitalmärkte die Desinvestitionen honorieren, die Akquisitionen und Fusionen dagegen bestrafen, gibt zu denken.

Die häufigste Ursache für die desolante M&A-Statistik liegt in der mangelnden Planung der Transaktion und dem unstrukturierten Vorgehen während des M&A-Prozesses. Viele M&A-Prozesse durchlaufen die bekannte Charakteristik: Unzulängliche Planung, Begeisterung, Ernüchterung, Verwirrung, Suche nach den Schuldigen, Bestrafung der Unschuldigen und nicht selten Auszeichnung der Nichtbeteiligten. Dabei ist es so einfach. Wer den dargestellten Ordnungsrahmen befolgt, hat gute Erfolgschancen. Einem soliden M&A-Konzept, basierend auf einer eindeutigen Unternehmensstrategie, schließt sich eine gleichermaßen solide Wertanalyse an, der eine professionell zu führende Phase der eigentlichen Transaktion folgt um dann in einer Integration zu münden, die klar geplant und beherrscht umgesetzt wird. Sind dagegen emotionale Motive im Spiel, wie die Faszination der Größe oder das Phänomen der Selbstüberschätzung, geht es meist schief.

Zurück zum rationalen Ansatz: Ökonomisches Ziel einer Akquisition kann nur die nachhaltige Steigerung des Werts der an der Transaktion beteiligten Unternehmen sein. Oder in der Sprache des IDW: Die Summe der Barwerte der zukünftigen Zahlungsströme an die Investoren muss nach der Transaktion höher sein als davor.

Abb. 5:
Synergien

Für strategische Investoren sind Synergien die typischen Werkzeuge dieser wundersamen Wertvermehrung. Wenngleich Synergien häufig überschätzt werden, es gibt sie tatsächlich. Sowohl negative Synergien wie auch positive. Die negativen kommen meist von selbst, die positiven nicht. Sie müssen erarbeitet werden.

Negative Synergien resultieren aus den Transaktionskosten, den unmittelbaren Folgewirkungen der Transaktion, wie den Abschmelzverlusten von Kunden, oder auch den Einmalaufwendungen der späteren positiven Synergiewirkungen. Diese wiederum sind drei wesentlichen Bereichen zuzuordnen: Den Economies of Scale, den Economies of Scope und Wachstumseffekten.

Die positive Wirkung der Größeneffekte kann nur am Einzelfall beurteilt werden. Die Degression der Stückkosten von der Produktion bis zur Verwaltung ist bis zu einer kritischen Größe evident. Darüber hinaus fressen meist Bürokratie und Organisation die Vorteile wieder auf. Nicht zu vergessen ist, dass größere Produktionszahlen z. B. bei neuen Produkten auch größere Risiken mit sich bringen.

Economies of Scope, also Verbundvorteile, sind ein Spezialfall der Scaleeffekte. Die Vorstellung ist hier, durch Modul- und Plattformkonzepte oder die Bildung von Kompetenzzentren Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Die Erfolgswachstumsnachweise sind nicht eindeutig. Nicht selten verhindern die Komplexität der Lösung, die Ferne zum Endprodukt und emotionale Widerstände das Eintreten der auf dem Papier überzeugend klingenden Vorteile.

Mit gleicher Priorität setzen Akquisitionen und Zusammenschlüsse auf Wachstumspotenziale, die in Umsatz- und Margenauswirkungen über die Alleingangskonzepte hinausgehen und somit ebenfalls den Synergien

zuzuordnen sind. Ihre Identifikation und ihre Umsetzung sind nicht einfach. Entsprechend konkret müssen sie definiert und in einen zeitlichen Rahmen eingeordnet werden. Ansonsten ist die Gefahr groß, dass sie in der Intransparenz des Alltags verschwinden und entweder unterbleiben oder sich mit Effekten überlappen, die auch ohne Akquisition hätten erreicht werden können.

Akquisitionen von Private-Equity-Firmen kommen ohne Synergien aus. Trotzdem sind sie im statistischen Durchschnitt erfolgreicher als Akquisitionen strategischer Investoren auch wenn man die Effekte der typischen LBO-Finanzierung ausklammert. Das gibt Anlass zu Zweifeln an der Synergiehypothese, wonach Synergien die wesentlichen Ursachen des Mehrwerts von Unternehmensverbindungen gegenüber dem Alleingang sind.

Es ist in der Tat so, dass zur Realisierung von Ergebnissteigerungen in akquirierten Unternehmen die schlichte Beseitigung von Ineffizienzen weit mehr beitragen kann als es Synergien tun. Das ist keine Absage an das Aufspüren und die Umsetzung von Synergien, vielmehr der Hinweis, die Theoriegläubigkeit nicht zu übertreiben und dem gesunden Menschenverstand Raum zu geben und der besagt, dass der sicherste Weg zu höherem Unternehmenswert, auch und gerade bei Akquisitionen, ein besseres, effizienteres Management ist.

Abb. 6:
Das PE-
Konzept

Wie unterscheiden sich Private-Equity-Investoren von strategischen Investoren in den Fragen des Wachstums? Im Grunde gar nicht. Sie zielen mit Priorität auf das interne Wachstum ihrer Portfoliounternehmen und ergänzen dies durch weitere Akquisitionen, sog. Add-on's. Gleiche Ziele zu haben, heißt aber nicht, auch gleiche Wege zu beschreiten.

Man ist kein Brancheninsider. Der gesamte Transaktionsprozess verläuft deshalb systematischer, analytischer, nüchterner als der eines strategischen Investors. Treten im Prozessverlauf gravierende Schwachstellen auf, wird der Kaufvorgang konsequent abgebrochen. Strategische Investoren dagegen glauben an die eigene Korrekturfähigkeit solcher Schwachstellen.

In alle Prozessstufen sind externe Berater einbezogen: Strategieberater und Marktforschungsinstitute bzw. Marketingberater, später Transaktionsteams von Wirtschaftsprüfern und Anwaltskanzleien und, nicht zuletzt, Investmentbanken. Das Fondsmanagement, das selbst bei zweistelligen Milliarden-Portfolios meist aus nicht mehr als einem Dutzend Professionals besteht, erweitert so seine Kapazität projektbezogen auf das 3-, 4- oder 5-fache. Das Ergebnis zeigt, es lohnt sich.

An diese Stelle passt der Hinweis, dass unser Gastgeber E & Y in mehreren dieser Segmente ganz vorn mitspielt.

Und noch ein wichtiger Unterschied: Das Management ist wie der Investor selbst Aktionär. Das schließt Zielkonflikte aus. Der Exit des Managements ist an den Exit des Fonds gekoppelt. Man zieht also zwangsläufig am gleichen Strang.

Zusammengefasst: Unternehmen müssen wachsen, wenn sie überleben wollen. Organisches Wachstum ist gut, aber nicht ausreichend. Wer besser sein will als der Wettbewerb, muss akquirieren. Akquirieren aber will gelernt sein. Die hohe Misserfolgsquote weist auf große Defizite strategischer Investoren hin. Private-Equity-Investoren zeigen den Weg.

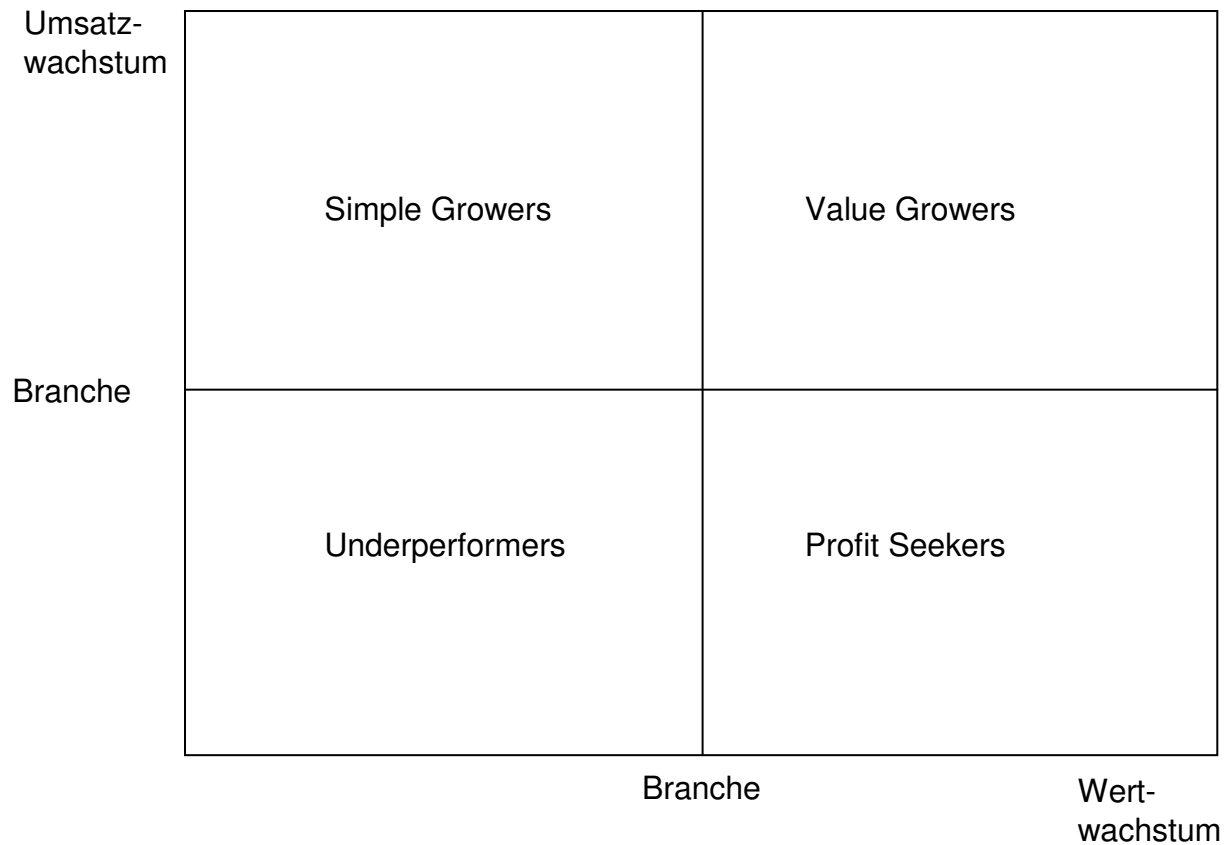


Abb. 1 Wachstumsmatrix
(vgl. AT Kearney Wachstumsstudie 1999)

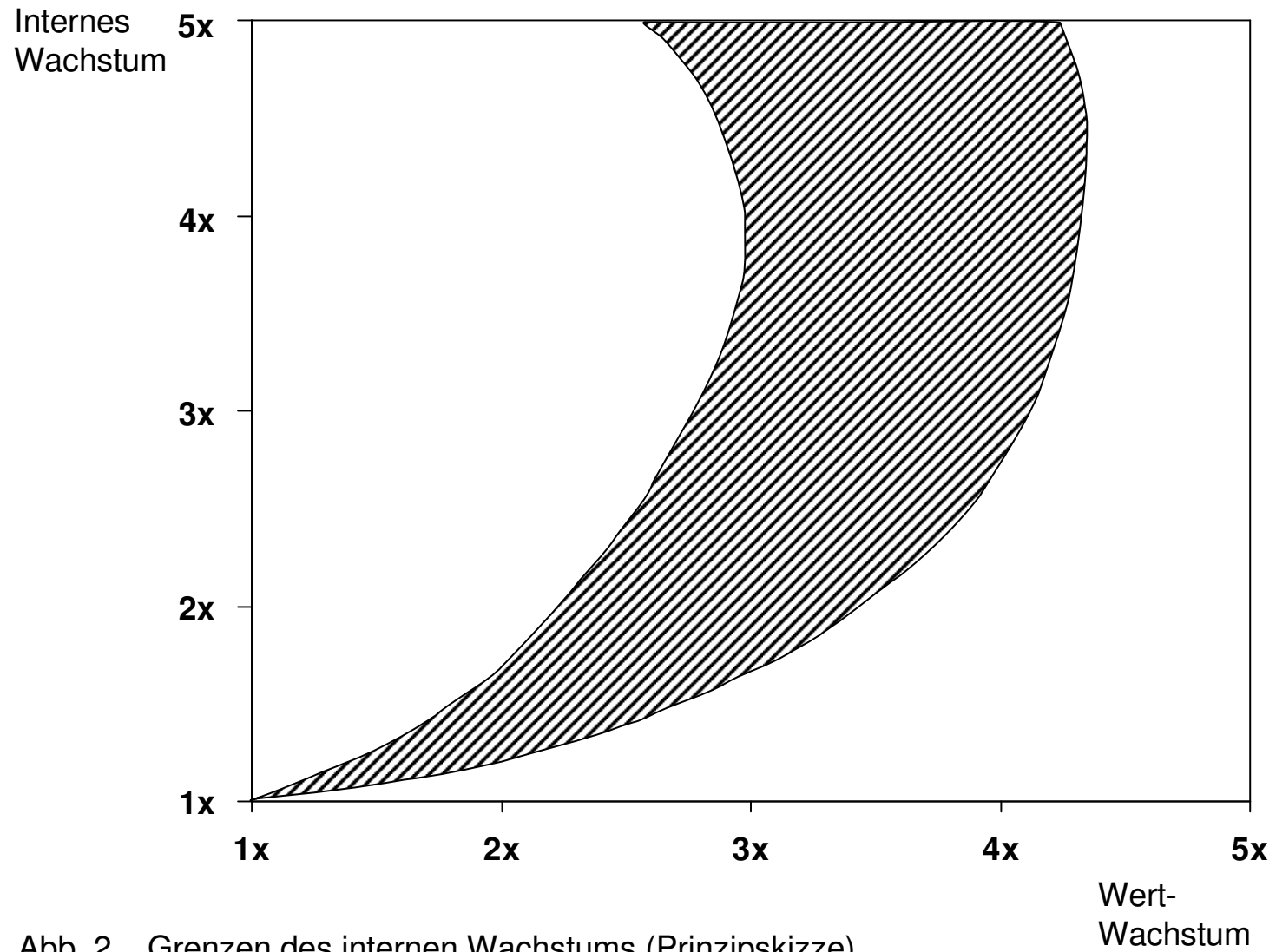


Abb. 2 Grenzen des internen Wachstums (Prinzipiskizze)

Extern	Intern
<ul style="list-style-type: none">- Überwinden von Markteintrittsbarrieren- Verringern des Innovationsrisikos- Technologiekauf- Kapazitätskauf- Managementkauf- Branchenkonsolidierung	<ul style="list-style-type: none">- Maßgeschneidertes Expansionskonzept- Geringeres Risiko

Abb. 3 Gründe für externes bzw. internes Wachstum

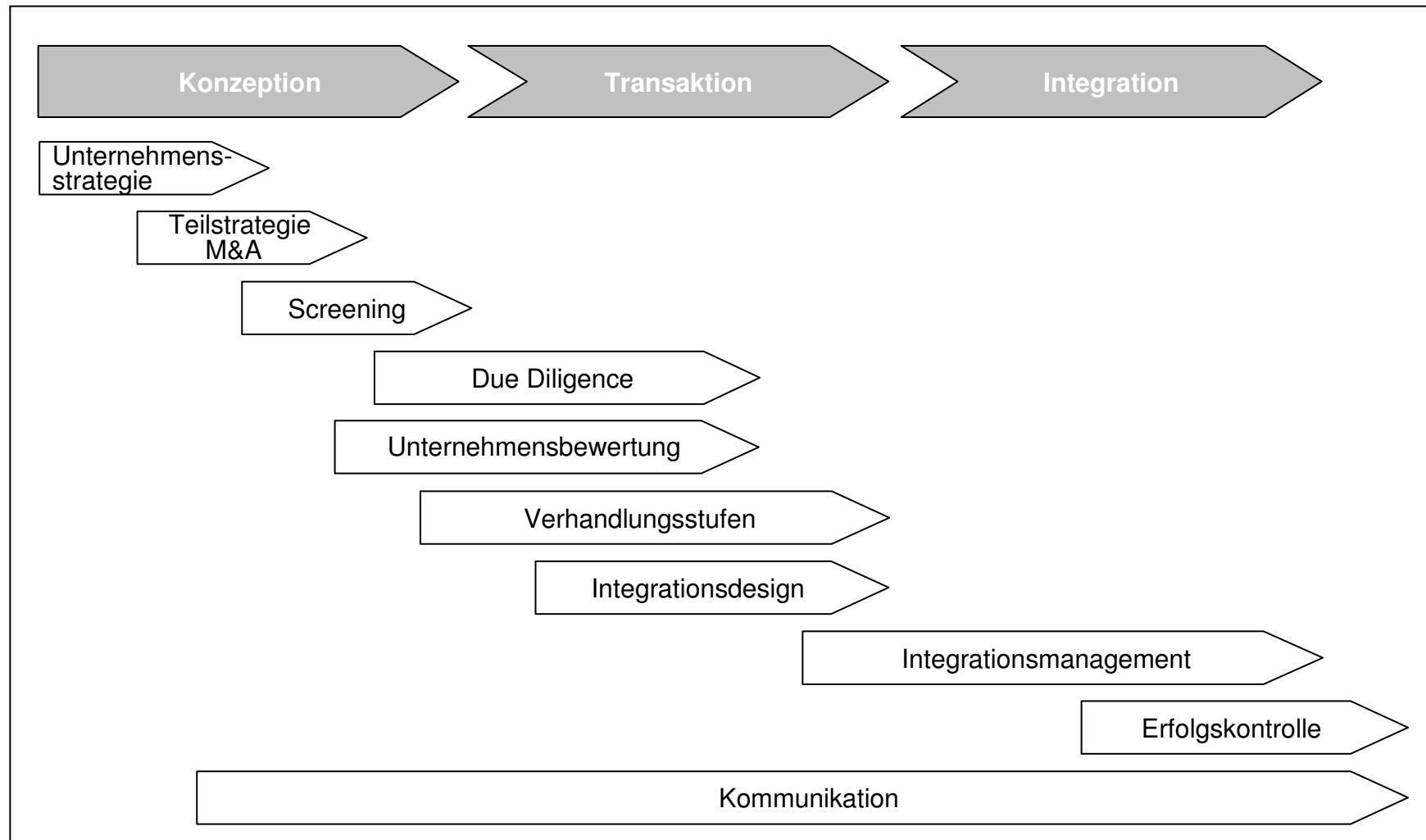


Abb. 4 Prozessübersicht über eine M&A-Transaktion

Negative Synergien

- Transaktionskosten
- Operative Einmalaufwendungen
- Abschmelzverluste von Kunden
- Koordinationskosten
- Kosten aus suboptimalen Kompromissen
- Kosten aus der Beschäftigung mit sich selbst

Synergiepotenziale

- Economies of Scale
- Economies of Scope
- Wachstumseffekte:
 - Erweiterung der Produktpalette
 - Erschließung neuer Regionen
 - Erreichen der Systemfähigkeit
 - Erschließung der Service-Funktion
 - Öffnung neuer Absatzkanäle
 - Entwicklung neuer Produkte
 - Gewinnung eines kompetenten Managements

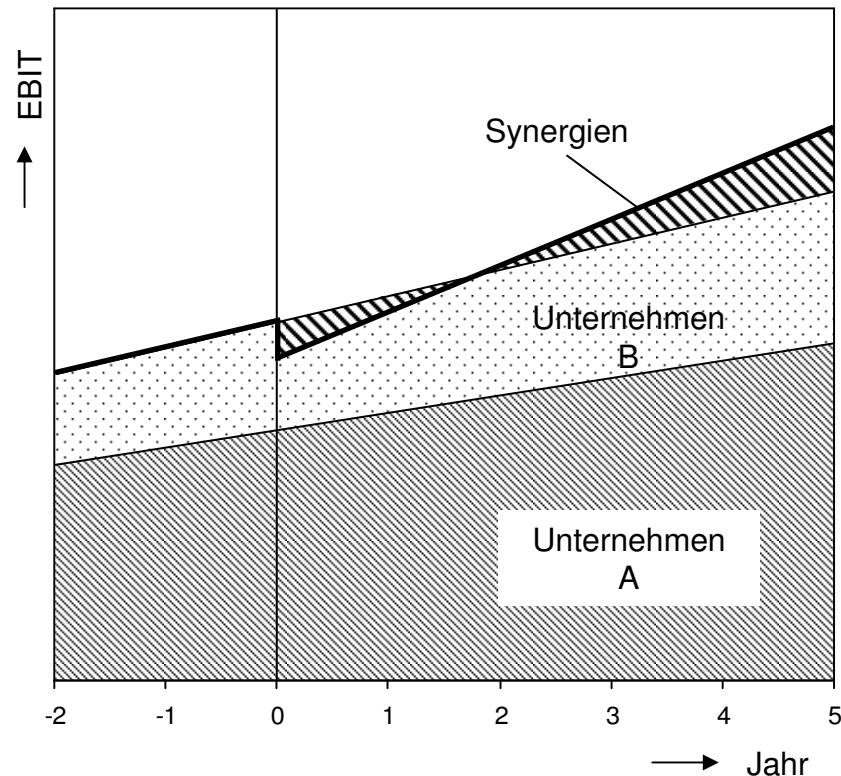


Abb. 5 Synergien

Prozessschritte	Private-Equity-Investor	Strategischer Investor
M&A-Strategie	- regelmäßig - Team gemischt ¹⁾	- vereinzelt - Team intern
Screening	- projektbezogen - MR extern ²⁾	- unregelmäßig - MR intern
Due Diligence	- lückenlos - Team gemischt ³⁾	- partiell - Team intern
Unternehmensbewertung	- marktorientiert - Team gemischt ⁴⁾	- fundamental - Team intern
Synergien	- sekundär - Team gemischt ⁵⁾	- primär - Team intern
Verhandlungen, Verträge	- SPA - Team gemischt ⁶⁾	- Kaufvertrag - Team intern
Finanzierung	- projektbezogen - LBO	- unstrukturiert - Konzernfinanzierung
Integration	- Stand-alone - Target	- Absorption - Investor
Management Incentives	- kleines Fixum - hohe Beteiligung	- hohes Fixum - Bonus, Optionen

[Interne Teams gemischt mit: 1) Strategieberater, 2) Marketingberater, 3) Wirtschaftsprüfer, sonst. Sachverständige, Anwaltskanzlei, 4) Investmentbank, 5) Strategieberater, Wirtschaftsprüfer, 6) Anwaltskanzlei]

Abb. 6 Das Private-Equity-Konzept im Vergleich