

## ÜBER MOTIVE, ZEITSCHIENEN UND „DAS RICHTIGE TIMING“ FÜR M&A-TRANSAKTIONEN

Die Motivlage bei M&A-Transaktionen rentabler Unternehmen ist im Allgemeinen relativ einfach zu skizzieren. Der Verkäufer möchte ein adäquates Entgelt für sein unternehmerisches Lebenswerk. Es ist ihm darüber hinaus wichtig, dieses Lebenswerk, auch im Rahmen einer Transaktion, entsprechend gewürdigt zu sehen. Und schließlich strebt er nach einer Transaktion, die ihm durch möglichst wenig Gewährleistungen und Garantien ein Höchstmaß an Sicherheit gibt, den erhaltenen Veräußerungserlös auch wirklich behalten zu können...

Die Ziele und Motive auf der Käuferseite sind da meist schon einen Hauch komplexer: Hier geht es natürlich um die Zahlung eines möglichst niedrigen Kaufpreises, dessen Höhe sich u.a. an den durch die mit der Transaktion geschaffenen Möglichkeiten der Umsetzung von eigenen strategischen Überlegungen orientiert. Und schließlich spielt für den Käufer eine Risikominimierung durch eine adäquate Vertragsgestaltung und entsprechende Garantien und Gewährleistungen des Verkäufers eine nicht unwesentliche Rolle.

Unter Berücksichtigung dieser Motivlagen stellt sich nun die Frage, wann und unter welchen Voraussetzungen der optimale Zeitpunkt für die Veräußerung eines Unternehmens gekommen ist.

### RAHMENBEDINGUNGEN UND EINFLUSSFAKTOREN FÜR EIN GUTES TIMING AUS KÄUFERSICHT...

Frei nach dem Motto „der Köder muss dem Fisch schmecken und nicht dem Angler“, sollte damit der Verkäufer die Perspektive des Käufers einnehmen und vor diesem Hintergrund den optimalen Zeitpunkt bestimmen. Aus unserer Sicht sind hier folgende Punkte erfolgsentscheidend:

1. Die Situation der Branche, in der das Unternehmen sich bewegt
2. Die Verlässlichkeit der Informationen, die im Rahmen der Due Diligence gewonnen werden
3. Die für die Umsetzung strategischer Überlegungen unabdingbare positive Haltung der mit dem Unternehmen verbundenen Menschen und deren Integrität gegenüber dem Unternehmen bzw. einem neuen Eigentümer.

Eine häufig unterschätzte bzw. eher unbewusst ins Kalkül einbezogene Fragestellung ist die grundsätzliche Verfassung des Unternehmens und in diesem Zusammenhang auch die Phase, in der sich die relevante Branche befindet. Der Zustand von Branchen lässt sich häufig durch deren Konsolidierungssituation beschreiben. Je nachdem, wie groß der Marktanteil der dominierenden Marktteilnehmer ist, lassen sich daraus Marktstrategien ableiten.

Beispielsweise dominieren in konsolidierten Branchen meist solche Unternehmen das Marktgeschehen, die in der Lage sind, durch die Schaffung oder das Vorhalten hoher Produktionskapazitäten niedrige Stückkosten zu erzielen und damit die Preisführerschaft am Markt zu übernehmen. Vor diesem Hintergrund müssten in solchen Situationen auch die Erfolgsaussichten eines Verkaufs gut durchdacht werden.

### ... UND AUS DER VERKÄUFERPERSPEKTIVE

Eine der wohl wichtigsten Fragen aus Verkäufersicht sollte lauten: Kann ein Erwerber durch den Kauf meines Unternehmens für sich noch einen Mehrwert generieren? Häufig kommt die Käuferseite zu der Antwort, dass die Akquisition eigentlich keinen wirklich signifikanten Mehrwert bringt und dass sie deshalb entweder gar nicht oder wenn, dann nur zu einem absoluten „Schnäppchenpreis“ realisiert werden könne. Dieses simplifizierte Beispiel zeigt, dass die Betrachtung der Situation einer Branche (Phase der Konsolidierung) für die Erfolgsaussichten einer M&A-Transaktion von gesteigerter Bedeutung ist.

### KONSOLIDIERUNGEN VON BRANCHEN VERLAUFEN MEIST ÄHNLICH

Die Beratungsgesellschaft A.T. Kearney hat vor zwanzig Jahren mit der so bezeichneten „Merger-Endgame-Studie“ einen Beitrag zur Visualisierung der Branchenkonsolidierungen geleistet. Danach konsolidieren Branchen immer nach dem gleichen Schema in Form einer S-Kurve. Dabei unterteilte man die einzelnen Branchenstadien in vier Phasen:

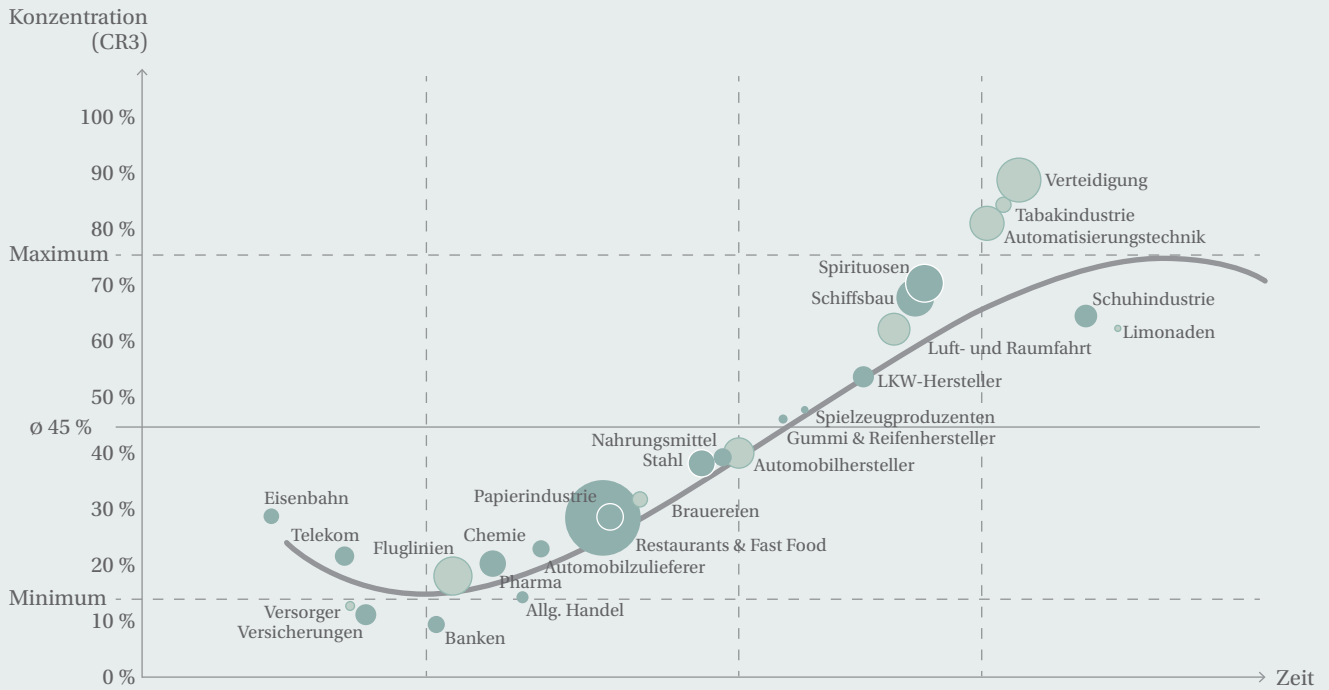
- Die Öffnungsphase
- die Kumulationsphase
- die Sättigungsphase und
- die Reifephase.

Hierzu untersuchte man über einen Zeitraum von 25 Jahren hinweg die Marktanteile der Top 3 Wettbewerber und stellte fest, dass sich diese im Zeitablauf über alle Branchen hinweg S-Kurven-förmig entwickeln.

Nun ist es wichtig zu wissen: Statistisch gesehen sind M&A-Transaktionen je nach Phase in der Branche mehr oder weniger sinnvoll.

**Abbildung 1** zeigt im Überblick die Erkenntnisse der damaligen, wie gesagt aus 2002 datierenden, Erhebung.

In den letzten beiden Jahrzehnten gab es jedoch – durch immer wiederkehrende, nachfolgend beschriebene Faktoren – Umwälzungen innerhalb von Branchen, die eine Modifikation der nebenstehend dargestellten Endgame-Theorie notwendig macht. Mittlerweile erkennt man immer wieder Branchenphasen, die mit „Re-Opening“ tituliert werden können. Diese



● Kreisgröße entspricht dem Ausmaß der überdurchschnittlichen M&A-Erträge innerhalb der Industrie

○ Kreisgröße entspricht dem Ausmaß der unterdurchschnittlichen M&A-Erträge innerhalb der Industrie

Quelle: VBG Datenbank  
A.T. Kearney Analyse

Phase 1 Öffnung	Phase 2 Kumulation	Phase 3 Fokus	Phase 4 Balance
+ 59 %	+ 58 %	+ 50 %	+ 30 %
- 41 %	- 42 %	- 50 %	- 70 %

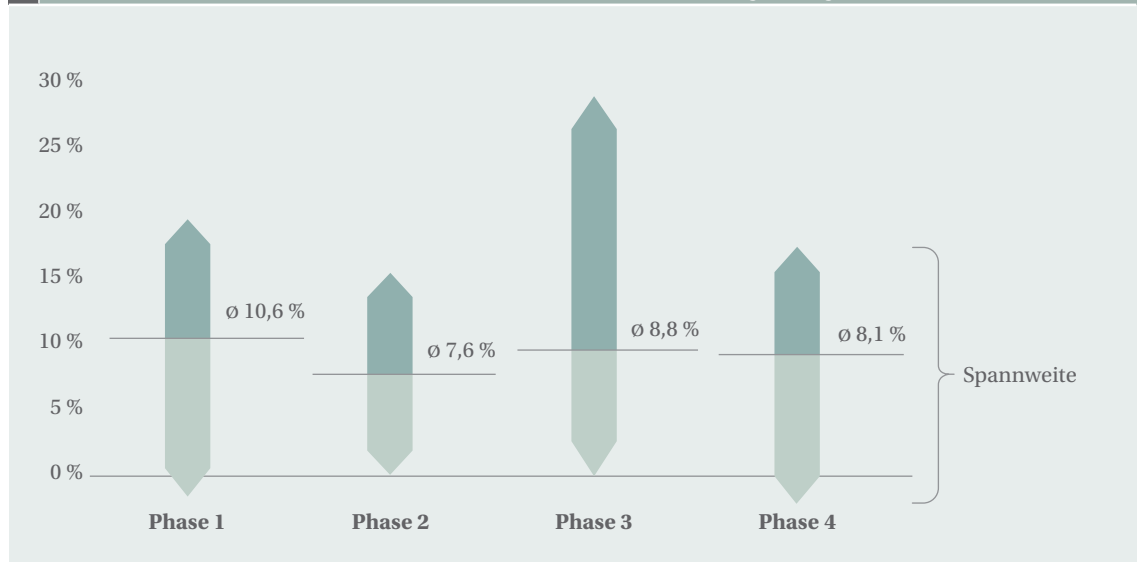
Phasen sind gekennzeichnet durch Innovationen, disruptive Technologien oder, wie in der aktuellen COVID-19-Situation erkennbar, durch exogene Einflüsse und Veränderungen, die die gesamte Struktur einer Branche und die daraus resultierenden Wettbewerbsstrategien komplett neu

definieren. Auch in diesen Situationen zeigen sich unterschiedliche Erfolgsaussichten für M&A-Transaktionen.

Die in **Abbildung 1** dargestellte S-förmige Branchenkonsolidierungskurve zeigt über vier Phasen hinweg, dass mit zunehmenden

der Branchenkonzentration die Erfolgsaussichten für M&A-Transaktionen abnehmen. Aus Verkäufersicht darf hier das alte Sprichwort gelten: „Den Letzten beißen die Hunde.“





→ Betrachtet man darüber hinaus, dass – neben der Phase 1, die von einem theoretischen Nullniveau ausgeht – in der Phase 3 das Umsatzwachstum am höchsten ist, dann wird ersichtlich, dass idealerweise gegen Ende der Phase 2 ein Verkaufsprozess geplant werden sollte, um in die Phase 3 des starken Umsatzwachstums hinein zu verkaufen (siehe **Abbildung 2**).

Dies mutet alles sehr theoretisch an und in der Tat hat sich das Wirtschaftsleben seit dem Auswertungszeitraum 1989 – 2001 der vorgenannten Merger-Endgame-Kurve dramatisch verändert.

#### EINFLUSSFAKTOR BRANCHENVERÄNDERUNG

Die Geschwindigkeit der Branchenveränderung hat in den letzten Jahren enorm zugenommen und Branchen verändern sich auch, indem sie eine komplett neue Definition erfahren und damit eine neue Eröffnungsphase eingeleitet wird. So hat die Unternehmensberatung A.T. Kearney ihr damaliges Modell verfeinert und wie in **Abbildung 3** dargestellt illustrativ zusammengefasst.

Auffällig ist hierbei, dass die Anfangs- oder Eröffnungsphase (1) durch einige wenige Unternehmen, die einen Markt begründen, geprägt ist, aber dann auch sehr viele neue Marktteilnehmer eintreten (sinkende Marktkonzentration), bis die in Rede stehende Branche ein Plateau (2) erklimmt (leicht steigende Marktkonzentration). Konkret bedeutet das, dass durch derartig viele in dieser Phase neu hinzutretende

Marktteilnehmer M&A-Transaktionen zu diesem Zeitpunkt relativ wenig Sinn machen.

Erst – und zumeist eingeleitet durch wenige große Marktteilnehmer – kommt es zu Konzentrationen, die mit Fixkostendegression einhergehen und damit den Konsolidierern die Möglichkeit eröffnen, günstigere Preise anzubieten. In dieser Konzentrationsphase (3) ist es eminent wichtig, durch eine Vielzahl von Akquisitionen so schnell wie möglich eine Marktposition zu erreichen, die zunächst nicht mehr angreifbar ist. Man sollte dabei direkt zu den wenigen Marktteilnehmern gehören, die einen Markt dominieren. Wer nicht über die hierfür notwendigen Management- und Finanzressourcen verfügt, muss über einen Verkauf nachdenken, denn ab diesem Zeitpunkt (4) machen Akquisitionen aus Käufersicht nur noch unter Innovationsgesichtspunkten Sinn. Das heißt konkret: Kann ein Unternehmen keine nennenswerten Innovationen als Akquisegrund vorweisen, wird es Schwierigkeiten haben, überhaupt einen Käufer zu finden, denn ein bloßer Zugewinn an (geringen) Marktanteilen hat in dieser Phase, aus Sicht eines Käufers, keine strategische Bedeutung mehr und rechtfertigt häufig nicht mehr den Aufwand eines M&A-Prozesses und der erforderlichen Post-Merger-Aktivitäten.

Fast will man sagen „zum Glück“: Das oben dargestellte Schaubild zeigt aber auch, dass es anschließend wieder zu Neudefinitionen von Branchen (5) kommen kann. Dies hat u.E. mit technischen Entwicklungen zu tun, die eine Branche innerhalb kürzester

Zeit in ein neues „Fahrwasser“ bringen, so z.B. die Einführung von Touchscreens auf die Handy- bzw. Smartphone-Branche. Dabei ist zu unterscheiden in „bloße“ Innovationen und in disruptive Veränderungen.

Und wie neuerdings immer wieder zu sehen, kann auch ein durch exogene Einflüsse stark verändertes Kundenverhalten zu völlig neuen Branchensituationen führen. Ein gutes Beispiel hierfür wäre die in dieser Phase deutlich gestiegene Akzeptanz von Videokonferenzen seit der COVID-19-Pandemie, die aktuell die Cloud-Dienstleistungsbranche neu definiert.

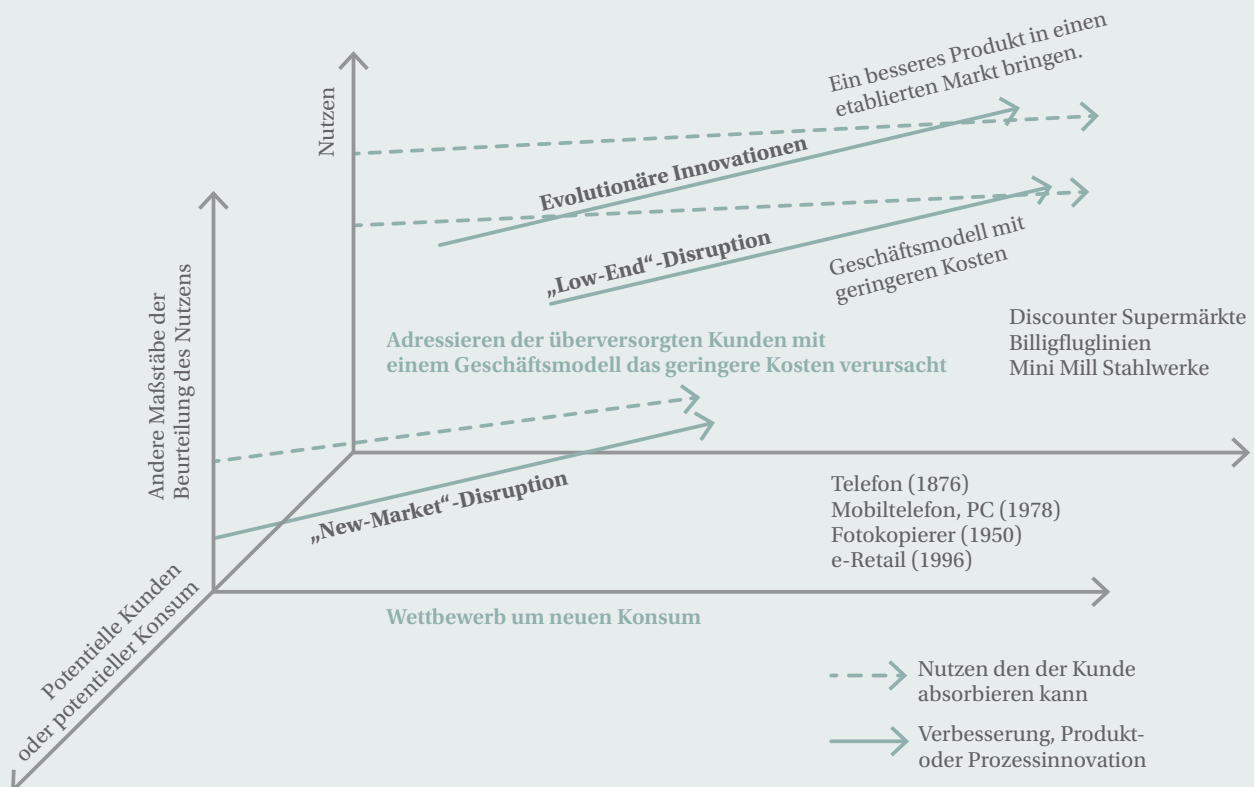
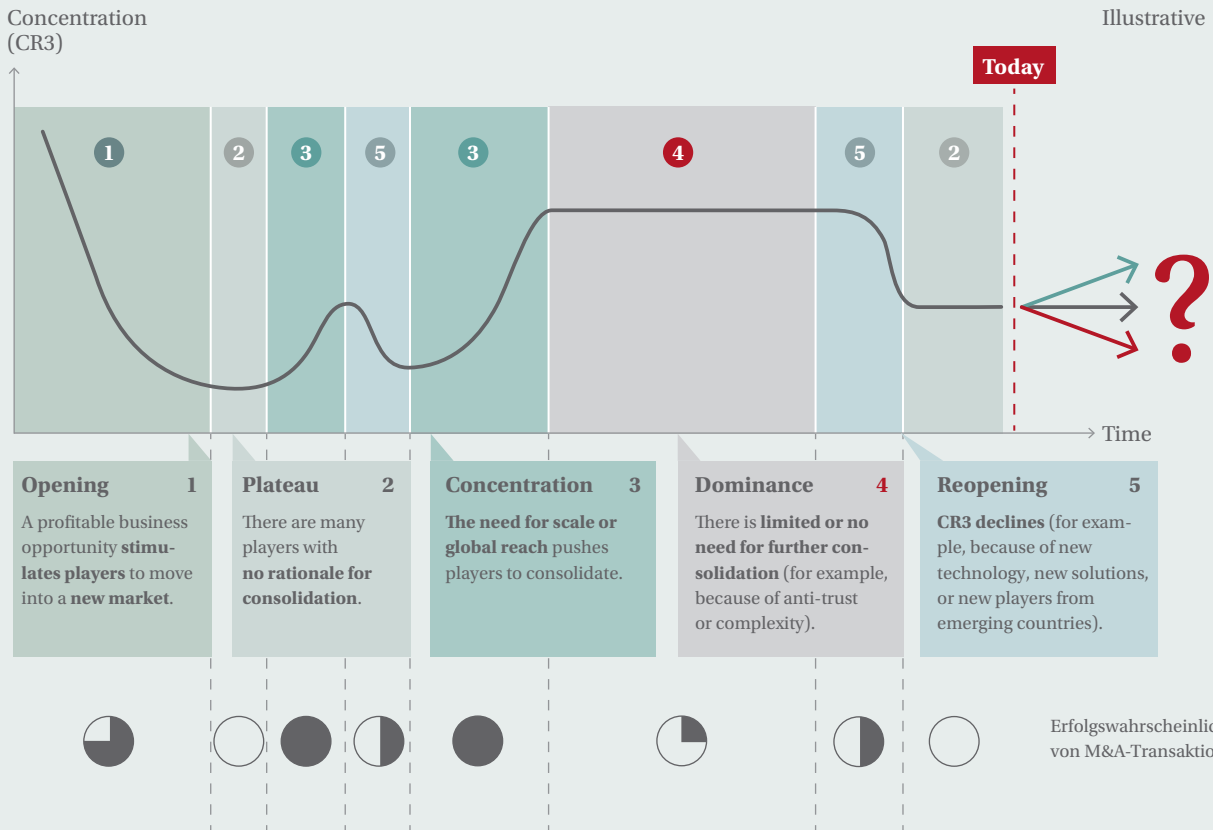
#### ÜBER INNOVATIONEN UND ECHTE DISRUPTIONEN

Der Begriff „Disruption“ wird mittlerweile leider inflationär verwendet und häufig mit einfachen „Innovationen“, die einen Markt verändern, gleichgesetzt. „Disruptive Innovationen“ im Sinne von Christensen<sup>1</sup>, der diese Theorie 1997 begründete, gehen aber viel weiter. Disruption sollte nicht fahrlässig mit den Effekten konventionellen Wettbewerbsdrucks oder schlechter Unternehmensführung gleichgesetzt werden. Christensen unterscheidet in zwei Arten der Disruption:

- Die Low-End-Disruption und
- Die New-Market-Disruption

Diese beiden Entwicklungspfade sind in **Abbildung 4** dargestellt. →

<sup>1</sup> Quelle: Christensen/Raynor, 2003, S. 44 (deutsch übersetzt und mit zusätzlichen Informationen ergänzt).



Quelle: Christensen/Raynor, 2003, S. 44 (deutsch übersetzt und mit zusätzlichen Informationen ergänzt).

→ Bei einer „Low-End-Disruption“ (s. **Abbildung 5**) nutzt ein Marktteilnehmer die Möglichkeit und kreiert ein Produkt, das eine nach etablierten Indikatoren geringere Leistung, aber dafür andere Nutzenkomponenten, wie z.B. einfachere Bedienung, den zweckmäßigeren Einsatz oder einen geringeren Preis besitzt. Dieses Produkt kann er nun unter Zuhilfenahme eines neuen Geschäftsmodells zu geringeren Kosten anbieten.

#### VERTEILUNG UND EROBERUNG VON KUNDENSTRÖMEN

Da das untere Ende des Marktes mit hohem Kundenvolumen, aber geringeren Margen nicht von den etablierten Unternehmen bedient wird, kann sich dieser neue Marktteilnehmer normalerweise mehr oder min-

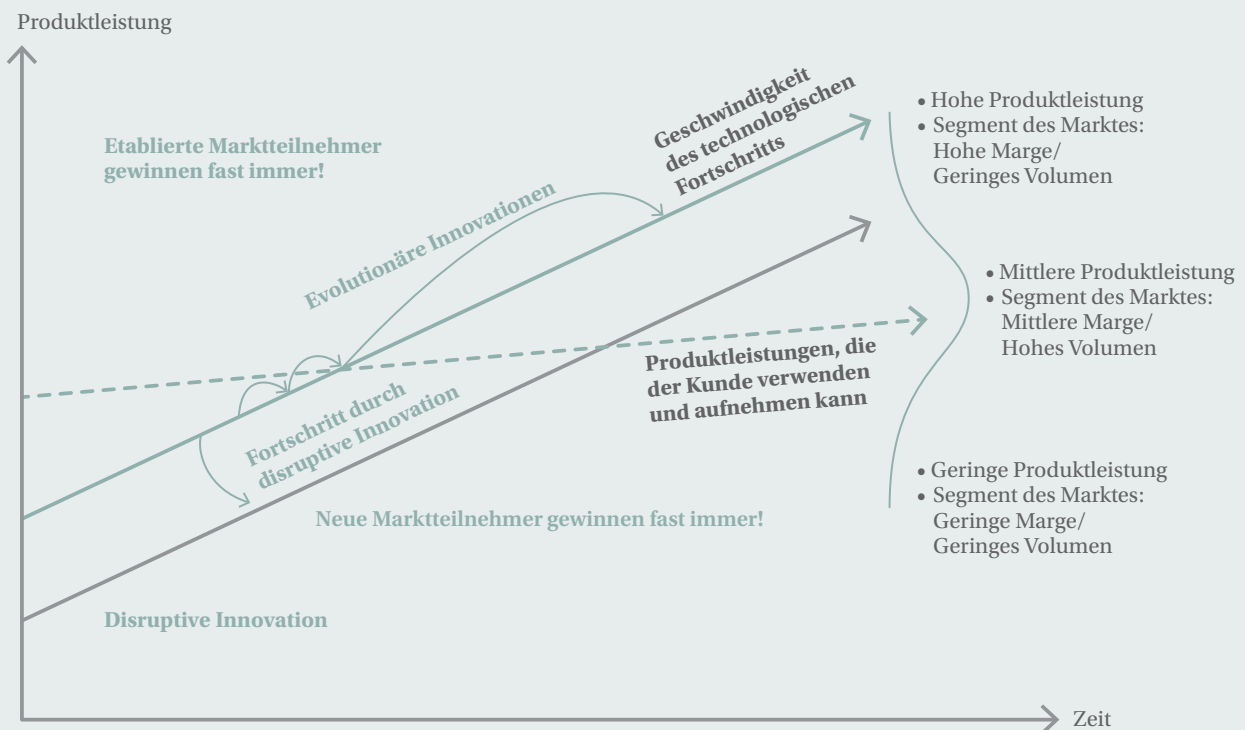
der ungestört, das heißt ohne wettbewerbliche Gegenmaßnahmen des etablierten Unternehmens, diesen vernachlässigten Käufern widmen. Den Kunden werden Produkte mit weniger Eigenschaften oder geringerer Qualität angeboten, die aber ein akzeptables Preis-Leistungsverhältnis besitzen (so z.B. TOYOTA bei Kleinwagen).

Mit der Zeit erschließt der Marktneuling auch weitere Marktsegmente, indem er sein Angebot ausweitet und die Produktqualität immer weiter verbessert. Mit zunehmender Bekanntheit des neuen Unternehmens und der Verbreitung seiner Produkte wechseln mehr und mehr Kunden vom etablierten Anbieter zum neuen Unternehmen. Paradoxe Weise erfahren häufig genau die Unternehmen „Low-End-Disruption“, die jahrzehntlang hoch er-

folgreich waren und Gewinne erzielten, sich aber in der Folge dieser führenden Marktposition nur mit der Verbesserung von Qualität beschäftigen haben, um durch diese bessere Qualität höhere Preise, resp. höhere Margen, erzielen zu können.

#### DIE NEW-MARKET-DISRUPTION

Die „New-Market-Disruption“ bezeichnet eine Branchenveränderung, in der ein neues Unternehmen mithilfe einer disruptiven Innovation neue Produkte oder Dienstleistungen offeriert, die bisher unbekannte Kunden adressiert, die überhaupt nicht oder in anderer Art das Produkt oder die Dienstleistung verwendet haben. Da hier wirklich ein neuer (Teil-)Markt entsteht, existieren noch keine etablierten Leistungsindikatoren zur Beurteilung des Pro-



Quelle: Christensen, 1997, S. xiv; Christensen/Raynor, S. 33 (deutsch übersetzt und mit zusätzlichen Informationen ergänzt).

dukts. In diesem Findungsprozess werden durch die Käufer völlig neue Beurteilungskriterien herangezogen. Die innovativen Produkteigenschaften in Verbindung mit dem neuen Geschäftsmodell lassen das neue Unternehmen prosperieren. Oftmals ignorieren etablierte Unternehmen solche neu entstehenden Märkte, sodass das neue Unternehmen ohne den im Kernmarkt vorherrschenden hohen Wettbewerbsdruck zügig signifikante Marktanteile gewinnen kann und eine Disruption der Branche wahrscheinlicher wird. Hierfür wird als Beispiel häufig das iPhone angeführt, dass den einstigen Marktführer Nokia verdrängte.

Der Anfangserfolg des iPhones basierte sicherlich auf dessen attraktiven, in den damals vorgestellten komplett neu zusammengeführten und zum Produkt gemachten Produkteigenschaften:

Das iPhone wurde für die gesamte Mobiltelefonbranche zu einer „New-Market-Disruption“, weil es als erstes „Smartphone“ von den Konsumenten zunehmend als PC-Ersatz verwendet werden konnte, etwa um im Internet zu surfen oder Kurznachrichten und Emails zu versenden. Dadurch wurde das iPhone durch eine völlig neue Kundenklientel wahrgenommen, für die Funktelefone schon lange zum Arbeitsmittel geworden und nicht mehr „sexy“ waren. Die Attraktivität der Apple-Strategie förderte die Vielseitigkeit des iPhones kontinuierlich, indem es mit dem App Store den Software-Entwicklern rund um den Globus durch die App-Entwicklung neue Ertragsquellen schuf und so den Markt mit immer mehr, immer besserer Software versorgen konnte. Apple hatte hier weit über die Produktion des Gerätes hinaus eine Lieferkette aufgebaut, die es in dieser Form noch nicht gegeben hatte. Dieses erfolgreiche neue Geschäftsmodell steigerte wiederum die

Beliebtheit und den Absatz des iPhones. Der Rest der Geschichte dürfte bekannt sein: Nokia übersah diese Entwicklung und konnte diesem neuen plattformzentrierten Geschäftsmodell nichts entgegensetzen. Vielmehr versuchte Nokia durch evolutionäre Innovation bessere Produkte auf den Markt zu bringen und wurde schlussendlich Opfer des später so bezeichneten „Innovators Dilemma“.

*Fazit:*

*Entsteht Disruption (egal an welchem Ende verursacht) wird zunächst der Markt neu definiert. In dieser frühen Phase machen M&A-Transaktionen – außer bei der einen einzigen Transaktionsmöglichkeit, nämlich dem Erwerb des Disruptors – in der Phase des durch die Disruption ausgelösten „Reopening“ weniger Sinn, als in späteren Phasen. Für die Betrachtung der Erfolgswahrscheinlichkeit eines M&A-Prozesses macht es deshalb auch aus Verkäufersicht viel Sinn, die eigene Branche auf deren Konsolidierungsgrad hin zu überprüfen.*

*Auf der Basis dieses Konsolidierungsgrades – gewissermaßen als Messwert für die Reife – sollte zur Absicherung der Wahrnehmung anschließend die Sichtweise eines potentiellen Käufers eingenommen werden. Dabei gilt es, sich bei der Bestimmung des wirklich optimalen Zeitpunktes an zwei Regeln zu halten:*

*Regel Nummer 1:*

*Der Kaufinteressent muss „hungrig“ sein*

*Regel Nummer 2:*

*Der zu Beginn bereits erwähnte „Köder“ (das zum Verkauf stehende Unternehmen) muss dem „Fisch“ (potentiellen Käufer) schmecken und nicht dem „Angler“ (abgebenden Unternehmer)... ]*

### **Sie werden uns zustimmen:**

Wichtige Entscheidungen sollte man nicht aus der Emotion heraus treffen. Und man sollte einem Gedanken auch nicht nur deshalb folgen, weil er gerade als „en vogue“ erscheint. Um unseren Mandanten hier Sicherheit geben zu können, erarbeiten wir deshalb in besonderen Situationen im Vorfeld einer Mandatierung zunächst eine Studie zur „Abschätzung der Erfolgswahrscheinlichkeit eines M&A-Prozesses“. Auf dieser Basis können wir mit unseren Mandanten konkret abschätzen, ob das Unternehmen und sein relevantes Käufer-/Investoren-Umfeld schon für einen erfolgreichen Verkaufsprozess bereit sind.

### **Sie wollen mehr wissen?**

Nehmen Sie gerne unverbindlich Kontakt mit uns auf.