

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Fusionen und Übernahmen am Beispiel der
Luxusbranche“

Verfasser

Pierre-Julien Passemier-Bernet

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im Dezember 2011

Studienkennzahl lt. Studienblatt: 157

Studienrichtung lt. Studienblatt: Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer: Univ.-Prof Dr. B. Burcin Yurtoglu

Eidesstattliche Erklärung

Hiermit erkläre ich von Eides Statt, die vorliegende Arbeit eigenständig und nur unter Verwendung der angegebenen Hilfsmittel angefertigt zu haben.

Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt gewonnenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Wien, im Dezember 2011

Pierre-Julien Passemier-Bernet

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	6
EINLEITUNG.....	7
I FUSIONEN UND ÜBERNAHMEN	8
1 GESCHICHTLICHER HINTERGRUND	8
1.1 Ein wachsendes Phänomen	8
1.2 Strategie	10
1.3 Zahlen aus der Krise	11
1.3.1 Alle Sektoren	11
1.3.2 2010: Übergangsjahr für die Luxusindustrie	14
2 M&A PROZESS	15
2.1 Allgemein.....	15
2.2 Bezahlungsmethoden bei Merger Operationen	16
2.3 Die Transaktionsstruktur.....	16
2.4 Due Diligence.....	17
2.5 Risiken	18
3 DIE DETERMINANTEN VON FUSIONEN.....	19
3.1 Die verschiedenen Typen von Übernahmen	19
3.1.1 Vertikale Integration	19
3.1.2 Horizontale Integration.....	20
3.1.3 Konglomerat.....	21
3.1.4 Zusammenfassung	22
3.2 Die Übernahme neuer Technologien.....	22
3.3 Synergie.....	23
3.3.1 Operating Synergie.....	23
3.3.2 Financial Synergie	23
3.4 Reife Märkte	25
4 MARKTAUSWIRKUNG BEI BEKANNTGABE DER M&A TRANSAKTION	25
II DIE BEWERTUNGSMETHODE	29
1 DIE EINZELWERTMETHODE	29
2 DIE "MULTIPLE- FAKTOREN-METHODE"	29
2.1 Allgemein.....	29
2.2 Multiple-Faktoren in der Luxusindustrie	31
3 DCF BEWERTUNG.....	33
4 BÖRSENWERT.....	37
5 SYNERGIEN ALS BESTANDTEILE DER WERTERMITTLUNG	37
6 SCHLUSSFOLGERUNG	39
III FALLSTUDIE: RICHEMONT.....	41
1 GESCHICHTLICHER HINTERGRUND	41
1.1 Die Geburt von Richemont.....	41
1.2 Richemont in Zahlen : 2008-2010	42
1.3 Strategie	43
1.3.1 Wiederzentrierung auf Luxusgüter	43
1.3.2 Bedeutsame Übernahme.....	45
1.4 Der Markt von Uhren und Juwelen	46
2 AUFBAU EINER GRUPPE : GROßE UND KLEINE MARKEN	47
3 LVMH UND PPR : DIE RIESEN DER EXTERNEN WACHSTUMSSTRATEGIE	48
3.1 LVMH.....	48
3.2 PPR	49
4 INTERNET ALS WACHSENDES VERTRIEBSYSTEM FÜR LUXUS GÜTER	50
5 GLOBALISIERUNG UND SCHWELLENLÄNDER : KÜNFTIGE HERAUSFORDERUNGEN FÜR RICHEMONT	51
CONCLUSIO	54
LITERATURVERZEICHNIS.....	56

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Die 5 M&A Wellen.....	9
Abbildung 2: Strategische Ziele von M&A-Aktivitäten	10
Abbildung 3: Fusionen und Übernahmen: die letzte Welle	12
Abbildung 4: Übernahmen und Fusionen in Europa.....	12
Abbildung 5: Die wichtigsten Fusionen 2010.....	13
Abbildung 6: M&A in der Luxusbranche im Vergleich zu den gesamten M&A in Europa, Nordamerika und Asien	13
Abbildung 7: Die unterschiedlichen Phasen von einem M&A Prozess.....	15
Abbildung 8: Due Diligence	17
Abbildung 9: Ablauf einer fehlgeschlagenen Acquisition	18
Abbildung 10: Economies of scale.....	21
Abbildung 11: Unternehmenskonzentration	22
Diagramm 12: Verhältnis zwischen Grösse und Zinsen (i)	24
Abbildung 13: Marktangepasste kumulative außerordentliche Gewinne bei der Ankündigung von M&A Transaktionen	25
Abbildung 14: Unterschiede bei kumulativen außerordentlichen Gewinnen in Bezug auf geografischen Fokus.....	26
Abbildung 15: kumulative außerordentliche Gewinne von Konglomerat und anderen Luxusunternehmen nach M&A Aktivitäten.....	27
Abbildung 16: Multiple-Faktoren	31
Abbildung 17: Multiple-Faktoren: Verkaufszahlen in der Luxusindustrie, EBITDA und EBIT	32
Abbildung 18: M&A-Multiples in 2006	33
Abbildung 19: DCF Verfahren.....	34
Abbildung 20: Free Cash Flow	35
Abbildung 21: Synergiepotenziale als Bestandteile der Wertermittlung	38
Abbildung 22: Vergleich von Bewertungsmethoden	39
Abbildung 23: Eigene Darstellung: Unternehmensorganisation.....	42
Abbildung 24: Entwicklung der Ergebnisse von Richemont	43
Abbildung 25: Umsatz pro Branche	44
Abbildung 26: Gesamtvolumen des Luxusmarktes	46
Abbildung 27: durchschnittliche Verkaufszahlen und Margen-Entwicklung von Uhren und Juwelen Unternehmen	47
Abbildung 28: Wachstum des Luxusgütermarktes	52
Abbildung 29: Anstieg der einkommensstarken Bevölkerung	53

Einleitung

Während noch vor wenigen Jahrzehnten die Luxusindustrie im Wesentlichen von Familienbetrieben dominiert war, ist sie schnell eine Industrie von multinationalen Betrieben geworden. Trotz Widerstand einiger dieser Kleinunternehmen (besonders in der Uhrenbranche), konnte sich das Phänomen der Konzentration in der Luxusindustrie, dank einer Erholung der globalen Konjunktur, nach einer zweijährigen Ruhephase (2008/2009) in den nächsten Jahren wieder zeigen.

Die multinationalen Betriebe der Luxusbranche möchten immer stärker und eindrucksvoller auftreten. Fusionen, Übernahmen und Umstrukturierungen sind Möglichkeiten, um dies zu erreichen. Die Globalisierung kennzeichnet sich in der Luxusbranche durch das Aussterben der kleinen unabhängigen Häuser. Das Schaffen neuer Produkte steht nicht mehr im Mittelpunkt des Luxusmarktes, das Marketing ist das entscheidende Instrument zur Entwicklung der Märkte geworden. Die große Wandlung erfolgt seit mehreren Jahren durch eine Konzentration der Industrie. Dies ist die einzige Möglichkeit, die wachsende Nachfrage zu befriedigen.

Die stark ansteigende Nachfrage ist durch den weltweiten Vertrieb zu erklären. Geographische Diversifikation ist für Marken, die eine größere Rolle spielen wollen, notwendig. Dies hat allerdings seinen Preis. Zur Herstellung vieler Produkte in der geforderten Qualität ist es essentiell vorausschauend zu investieren, entweder durch die Partnerschaft mit Lieferanten oder durch eine vertikale Ausrichtung. Dies ist mit erheblichen Kosten in Bezug auf Gebäude, Maschinen und Personal verbunden. Es bleibt nur noch die Frage der Produktionsmenge als einzige Möglichkeit, die Einträglichkeit zu garantieren. Daher ist die Entstehung von großen Konzernen die logische Folge: Richemont ist eine von diesen. Ihr Hauptgeschäft besteht aus dem Handel und der Produktion von Uhren. Eine industrielle Revolution ist gerade in diesem Bereich im Gange. Der Druck der horizontalen Integration greift einen Sektor an, der versucht, die steigende Nachfrage zu befriedigen. Die industrielle Produktion scheint die einzige Lösung zu sein, um Angebot und Nachfrage zu koordinieren. Die großen Luxusgruppen beschleunigen die Integration auf einer Fläche voller kleiner Akteure, die auf der Suche nach Industrialisierung sind. Die Mechanismen und Ursachen der unterschiedlichen Formen von Fusionen und Übernahmen werden zunächst untersucht, um das Phänomen der Konzentration - besonders in der Luxusbranche - besser zu

verstehen. Die betriebswirtschaftliche Auswertung von Unternehmen ist ein wesentlicher Bestandteil des M&A-Prozesses und wird daher im zweiten Teil dieser Arbeit erläutert. Anschließend wird uns die Studie von Richemont und seinen Konkurrenten (PPR und LVMH), die eine Schlüsselrolle im zukünftigen Übernahmemarkt haben könnten, einen historischen Hintergrund zum Phänomen der Konzentration und eine Vorstellung von zukünftigen Fusionen und Übernahmen im Luxusbereich geben.

I Fusionen und Übernahmen

1 Geschichtlicher Hintergrund

1.1 Ein wachsendes Phänomen

Angesichts der durch die Globalisierung der Wirtschaft veränderten konjunkturellen Rahmenbedingungen, nämlich der rasanten technologischen Entwicklung und der Sättigung auf vielen Märkten, haben die meisten Manager die Notwendigkeit gespürt, ein geeignetes Verfahren zu finden, um ihre Probleme mit einer raschen Entwicklung der Märkte zu bewältigen, um neues Wachstum zu erreichen, den Wettbewerb zu bekämpfen oder sogar zu vernichten.

Eine Übernahme kann der schnellste und effektivste Weg sein, um den Marktanteil zu erhöhen, neue Märkte zu erschließen oder Zugang zu neuen Produkten und Dienstleistungen zu bekommen. Jede Fusion oder Übernahme hat das Ziel, ein neues Unternehmen entstehen zu lassen, welches stärker sein soll als die beiden ehemaligen Unternehmen (in der Regel durch Synergien aus Skaleneffekten, Reorganisationen und Restrukturierungen in bestimmten Bereichen). Das Interesse an dem Phänomen der Fusionen und Übernahmen ist nicht neu. 5 Wellen von Fusionen und Übernahmen - in Abbildung 1 dargestellt - haben das zwanzigste Jahrhundert gekennzeichnet.

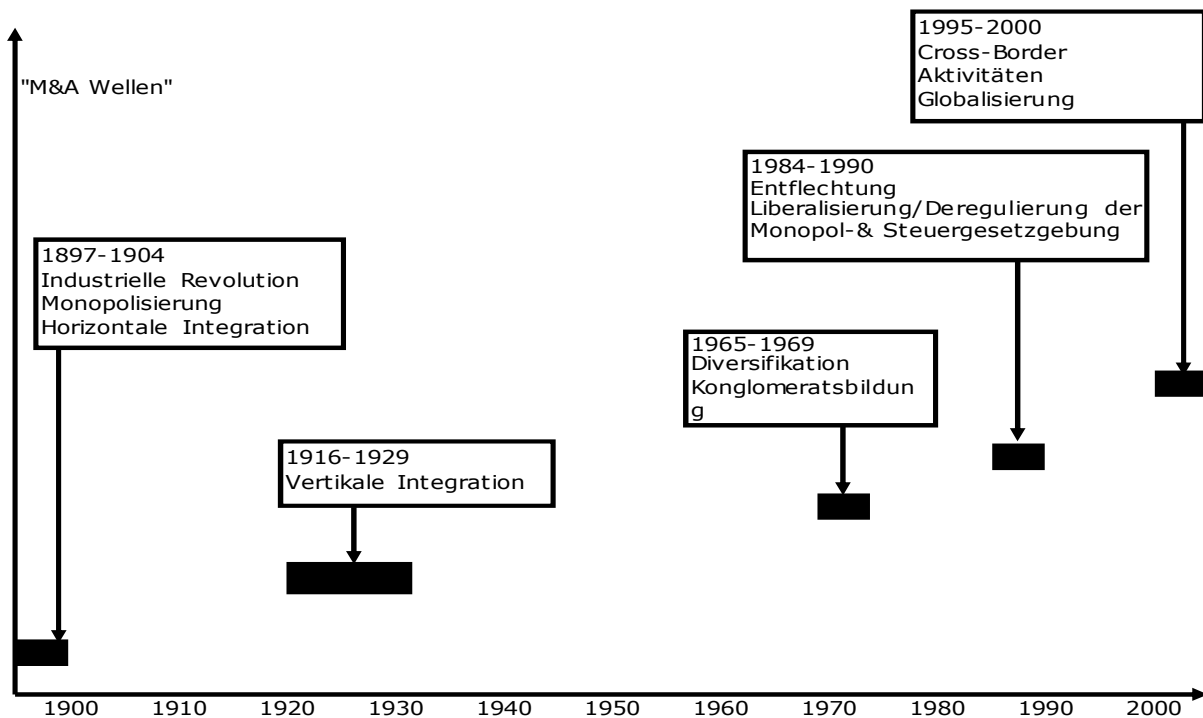


Abbildung 1: Die 5 M&A Wellen¹

Die Häufigkeit dieses Phänomens hat seit Ende des letzten Jahrhunderts zugenommen. Fusionen und Übernahmen gehören zu den täglichen Nachrichten im Kontext von wichtigen Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld. Die Analyse von Fusionen und Übernahmen ist ein wichtiger Forschungsbereich des Unternehmens- und Finanzbereichs. Jedes Unternehmen ist mit bestimmten Faktoren von Produktion und finanziellen Mitteln ausgestattet. Die Fusion hat den Zweck, dieses Unternehmen in einer wirtschaftlichen Einheit zu festigen.

Daraus ergibt sich, dass in einem einzigen Unternehmen die Aktivitäten von zwei oder mehreren Unternehmen, die entweder auf dem gleichen Niveau der Produktion oder bei aufeinanderfolgenden Stufen im Produktionsprozess stehen, koordiniert werden.

¹ Horzella A., Wertsteigerung im M&A-Prozess 2010 S 30

1.2 Strategie

Eine externe Wachstumsstrategie charakterisiert sich durch einen offensiven Aspekt, das heißt, dass ein Unternehmen versucht, im Vergleich zum internen Wachstum, Zeit und Kosten zu senken oder durch eine defensive Strategie, um sich gegen starke Konkurrenten zu verteidigen. Ein wesentlicher Punkt des externen Wachstums besteht in der Suche nach Synergien, was wichtig ist, um Effizienz durch Kostensenkung zu erhöhen. Externes Wachstum hat daher das Ziel, Marktanteile zu gewinnen oder Kosten („economies of scale“) im Bereich von Produktion und Einkauf zu reduzieren. Die Politik von „minimum Input " für "maximum Output“ wird durch Reorganisation im Betrieb verwirklicht. (Es wird Effizienzgewinn erreicht). Ein Unternehmen, das versucht, einen Konkurrenten zu erwerben, dreht zu seinen Gunsten das Kräfteverhältnis gegenüber anderen Akteuren auf diesem Markt. In anderen Fällen wird ein Unternehmen seine Verbundenheit gegenüber einem saturierten Sektor, reduzieren, indem er sich auf einem neuen Gebiet entwickelt, in welchem das Wachstum am stärksten ist. Durch den Erwerb eines Unternehmens können sich die Türen zu einem wachsenden Markt mit einem höheren Wachstum öffnen. Mehrere Käufer finden ihre Motivation, indem sie versuchen, eine Monopolstellung zu erreichen. Eine hohe Stellung, die ein Manager durch seine Gruppe bekommt, organisiert sich insbesondere in der Luxusbranche, durch die Einrichtung eines Portefeuilles mit passenden Marken. Die Entwicklung einer geographischen Präsenz, ohne sie von Anfang an neu zu bauen, ist ein wichtiges Ziel.

Strategische Ziele von M&A laut Umfrage



Abbildung 2: Strategische Ziele von M&A-Aktivitäten aus Sicht deutscher Führungskräfte²

² Quelle: Deloitte/DMGF Umfrage vom September 2007

1.3 Zahlen aus der Krise

1.3.1 Alle Sektoren

Das Volumen der Fusionen und Übernahmen hat weltweit ein Spitzenergebnis im Jahre 2007 mit 4500 Milliarden Dollar erreicht - ein Wachstum von 24% gegenüber 2006, welches schon ein Rekordjahr mit einem Volumen von 3610 Milliarden Dollar wurde³. Die wichtigste Transaktion im Jahr 2007 war der Kauf der niederländischen Bank ABN Amro durch ein Bankenkonsortium unter Führung der britischen Bank Royal Bank of Scotland für mehr als 99 Milliarden Dollar. 2008 wurde allerdings die Euphorie in den Bereichen der Fusionen und Übernahmen von großen Investmentbanken stark gebremst. Durch Entlassungen, sinkenden Volumen und Erträgen in der Finanzkrise wurde die „Merger Wave“, die in 2003 angefangen hat, gestoppt. Im Jahr 2009 ist die Zahl der Fusionen und Übernahmen um 50% gegenüber dem Niveau von 2007 gesunken. Mit 2.395 Milliarden Dollar für Transaktionen hat 2009 den niedrigsten Betrag seit 2004 erreicht⁴. Die wichtigsten Übernahmen beziehen sich auf die Rettung von Bankinstituten, wie zum Beispiel Fortis, welches von BNP Paribas teilweise gekauft wurde.

2008 wurde der Zyklus beendet. In 2009 ist die Anzahl an M&A Transaktionen gesunken, obwohl es mit zwei großen Übernahmen in der Pharmaindustrie begann (Pfizer mit Wyeth und Merck mit Schering). Fusionen und Übernahmen sind ein zyklisches Geschäft. Nach dem Stillstand von 2008 und 2009, scheint 2010 ein Jahr des Übergangs zu sein.

Die folgende Abbildung stellt die Entwicklung des Übernahmemarkts seit Anfang des 21. Jahrhunderts dar.

³ Thomson Financial

⁴ Dealogic

Fusionen und Übernahmen

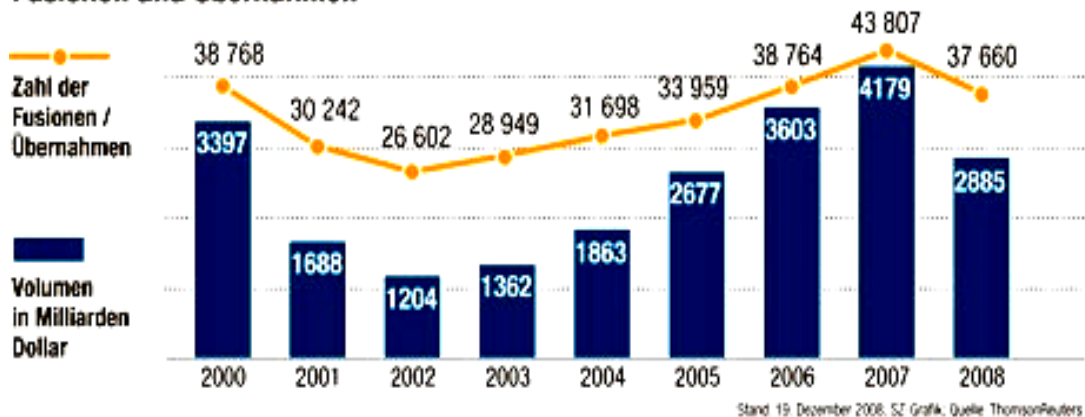


Abbildung 3: Fusionen und Übernahmen: die letzte Welle⁵

Das nächste Diagramm zeigt eine leicht steigende Tendenz bezüglich Volumen und Transaktionen im Bereich Fusionen und Übernahmen in Europa in 2010:

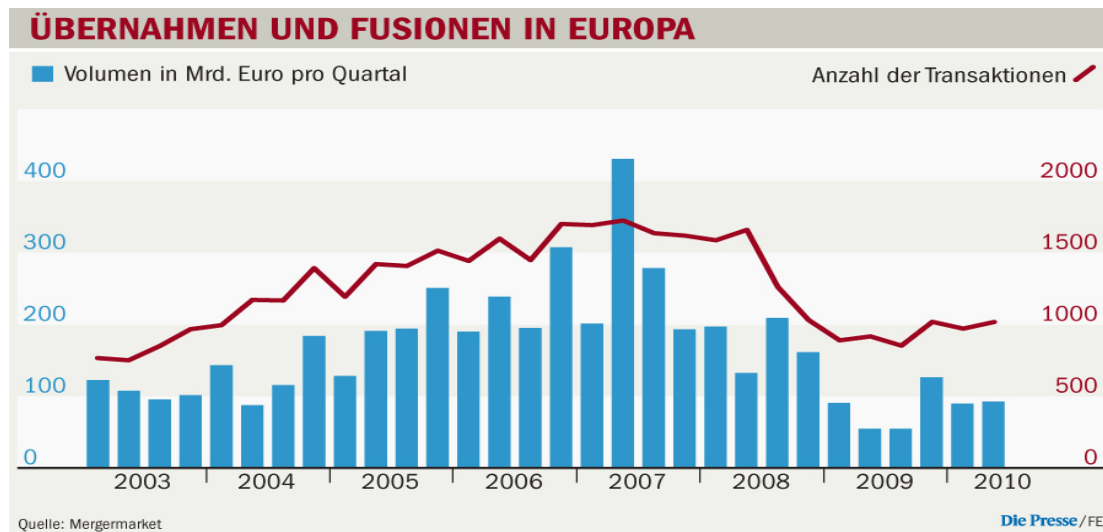


Abbildung 4: Übernahmen und Fusionen in Europa⁶

⁵ Thomson Reuters

⁶ Mergermarket/Die Presse

Das folgende Diagramm stellt die wichtigsten Fusionen von 2010 dar:

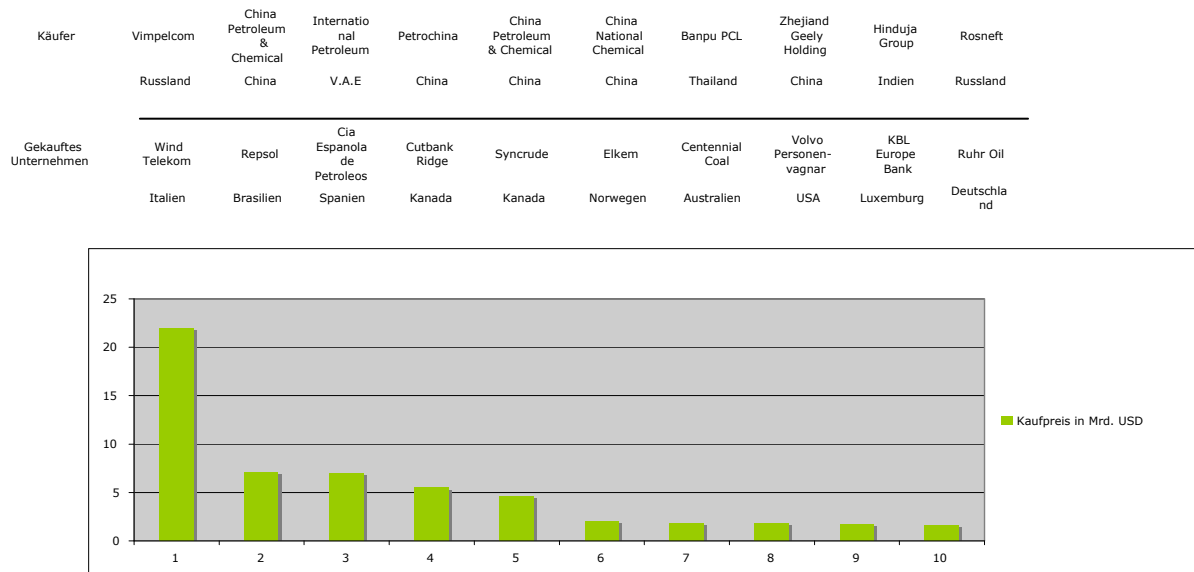


Abbildung 5: Die wichtigsten Fusionen 2010⁷

Anzumerken ist, dass China 2010 an mehreren Prozessen von Mergers and Acquisitions beteiligt war. In Zukunft könnte China eine bedeutende Rolle im Markt für M&A bekommen.

Weiters ist in der Abbildung 6 die Anzahl der M&A Transaktionen in der Luxusbranche im Vergleich zum gesamten Markt dargestellt.

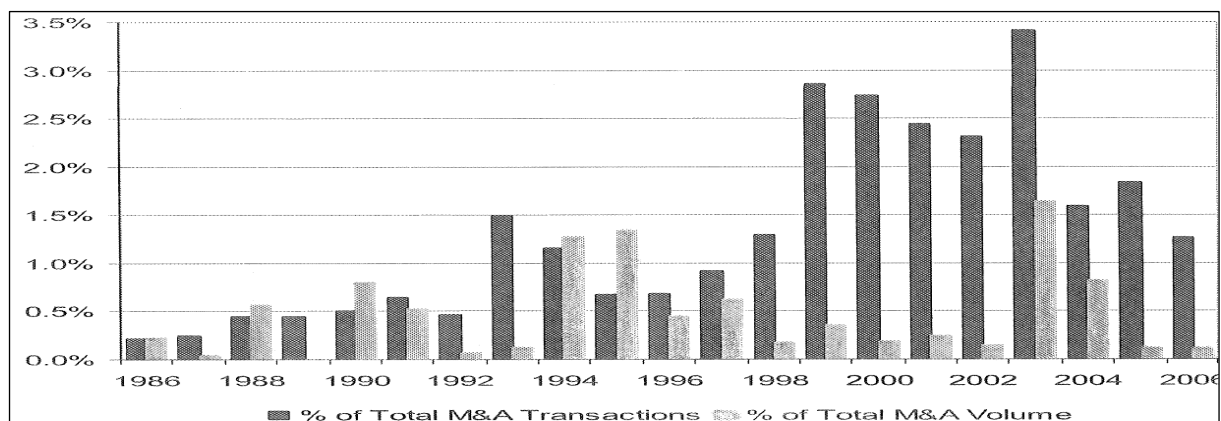


Abbildung 6: M&A in der Luxusbranche im Vergleich zu den gesamten M&A in Europa, Nordamerika und Asien⁸

⁷ Bloomberg

Die Luxusbranche ist verantwortlich für einen großen Anteil an M&A Transaktionen.

1.3.2 2010: Übergangsjahr für die Luxusindustrie

Fusionen und Übernahmen in der Luxusindustrie könnten nach zwei Jahren Ruhe dank einem neuen Aufschwung im Sektor wieder stattfinden. Die Spezialisten hatten ein Comeback der Fusionen und Übernahmen im Jahr 2010 vorhergesagt. Nach Ablauf des Jahres waren die Unternehmen zurückhaltend, außer LVMH, welches ein großes Interesse an Hermès gezeigt hat. Der französische Großkonzern hat es nämlich mit Geduld geschafft, Wertpapiere von Hermès zu kaufen und besitzt dadurch einen erheblichen Anteil an der Gesellschaft, ohne die Zustimmung des Besitzers von Hermès. Dies ist voraussichtlich ein großes Signal für die Branche. Die nächste “Merger wave“ könnte somit anfangen. Die größten Gesellschaften der Branche sind sozusagen “übernahmefreudig“. Derzeit kümmert sich die Gesellschaft um die Konsolidierung ihres Unternehmensportfolios. Laut Analysten und Bankern, könnten Luxus-Häuser wie Gianfranco Ferre, Roberto Cavalli und Ferragamo dennoch die nächsten auf der Übernahmeliste sein. Der Zusammenbruch des Hauses Christian Lacroix in Frankreich war 2010 ein Schock für die Branche. Viele Gruppen heilen weiter ihre Wunden, nachdem sie Arbeitsplätze abgeschafft haben, Geschäfte geschlossen und die Produktion gesunken haben. Einige europäische Gruppen wurden an Investoren aus den Entwicklungsländern verkauft. In 2009 kaufte Mittal Megha, die Tochter des Besitzers des Stahlherstellers ArcelorMittal, die deutsche Marke Escada. Europäische Gruppen wie Richemont oder insbesondere Swatch verfügen über wesentliche finanzielle Ressourcen und sind als Konkurrenten anerkannt. Die Uhrenhersteller sind beliebte Unternehmen in dem Konzentrationsmechanismus.

Nach den neuesten Zahlen beträgt der Netto-Cashflow von Richemont € 1,46 Milliarden⁹, der von Swatch Group 1,4 Milliarden Franken¹⁰. Diese Gruppen könnten im Jahr 2011 anfangen, Unternehmen zu kaufen.

⁸ A. Königs 2009 s.148

⁹ Richemont: Annual Report and Accounts 2010

¹⁰ Swatchgroup: Annual Report 2010

2 M&A Prozess

2.1 Allgemein

Um die Begriffe Merger(Fusion) und Acquisition(Übernahmen) zu erklären, werden häufig Unterscheidungskriterien bezüglich der rechtlichen Selbständigkeit der beteiligten Akteure herangezogen. Bei einer Acquisition bleibt die rechtliche Selbständigkeit von den Beteiligten. Dagegen ist bei einer Fusion eine Neugründung erforderlich, und die beiden Gesellschaften verlieren ihre Rechtspersönlichkeit. Hingegen kann "Fusionen und Übernahmen" oder "M&A" als ein Begriff verstanden werden, und wird als eine Wachstumsstrategie definiert.¹¹

Gemäß der Abbildung von Jansen aus 2000 können mehrere Phasen von einem M&A-Prozess unterschieden werden:

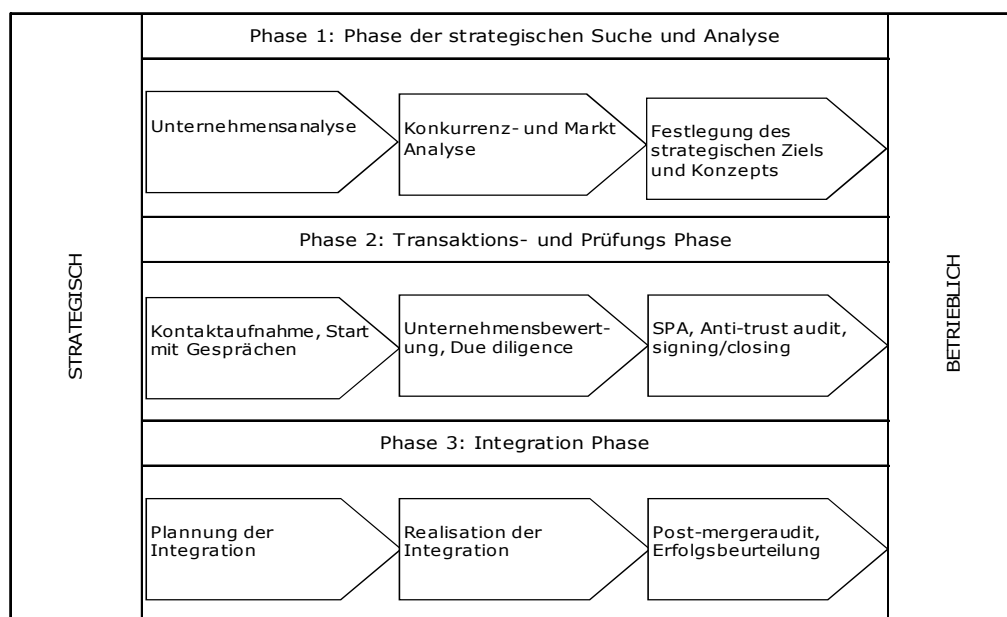


Abbildung 7: Die unterschiedlichen Phasen von einem M&A Prozess¹²

¹¹ Becker 1994 S 198

¹² Gleich R., Kierans G., Hasselbach T., „Value in Due Diligence“ 2010 S 19

2.2 Bezahlungsmethoden bei Merger Operationen

Wir unterscheiden hauptsächlich 2 verschiedene Zahlungsweisen:

Zahlung mit Aktien:

Dieser Prozess entspricht einem Austausch von Anteilen des erworbenen Unternehmens gegen Aktien, die speziell durch die übernehmende Gesellschaft für diesen Zweck geschaffen wurden. Diese Finanzierungsart ist wegen des relativ geringen Risikos im Vergleich zu anderen Zahlungsmethoden im Allgemeinen die häufigste Methode.

Zahlung mit Bargeld:

Das erwerbende Unternehmen hat die Möglichkeit, die Verschmelzung durch Liquide Mittel zu finanzieren. Es geht darum, das Eigentum der Aktionäre des Zielunternehmens auf die übernehmende Firma zu übertragen. Diese Art der Bezahlung kann durch folgende Mittel finanziert werden:

Die Eigenfinanzierung, wenn das Unternehmen genug Cash-Reserven hat, oder die Verschuldung, wenn das Unternehmen ausreichende Kapazitäten dafür hat.

2.3 Die Transaktionsstruktur

Der Kaufpreis und somit das Angebot des Käufers ist vor allem auf zwei Kriterien zurückzuführen: auf den Wert des Geschäfts und auf die Synergien in Zusammenhang mit der Fusion der betroffenen Unternehmen. Allerdings ist die Bestimmung des Preises einer Übernahme und insbesondere der Wert eines Unternehmens schwierig zu beurteilen. Dies muss mit verschiedenen Variablen zur Schätzung der Synergien (die Zeit, der Umweltfaktor etc...) und des Unternehmenswertes (Marktwert, künftige Cash-flow etc...) berechnet werden. Das Bewertungsverfahren wird im nächsten Kapitel erläutert.

2.4 Due Diligence

Die Due Diligence ist der Prozess mit dem M&A bezüglich finanzieller, politischer, ökologischer und sozialer Aspekte untersucht wird, um die genauen Vorteile des langfristigen Ziels zu erkennen. Es ist daher notwendig, alle relevanten Informationen zu untersuchen und mögliche Schlüsselfaktoren von Branchen, einschließlich der finanziellen, operativen, rechtlichen und vertraglichen Aktivitäten, zu bewerten und die möglichen Risiken der M&A-Transaktion zu unterstreichen um über einen richtigen Kaufpreis zu entscheiden. Die Untersuchung der Due Diligence wird durch eine SWOT-Analyse (Stärken, Schwächen, Chancen, Risiken) ermöglicht, mit der bessere Kenntnisse sowie ein Verständnis der Branche und der Industrie, in denen das Unternehmen tätig ist (zB durch die Geschichte ihrer Aktien, Kredit-Verträge, Vereinbarungen und allen wichtigen juristischen Dokumenten) erworben werden können. Die Due Diligence fokussiert sich nicht ausschließlich auf interne Faktoren, sondern auch auf Faktoren außerhalb des Unternehmens, im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen und sozialen Welt.

Die Abbildung 8 zeigt in welchem Bereich sich der Due Dilligence-Prozess bewegt

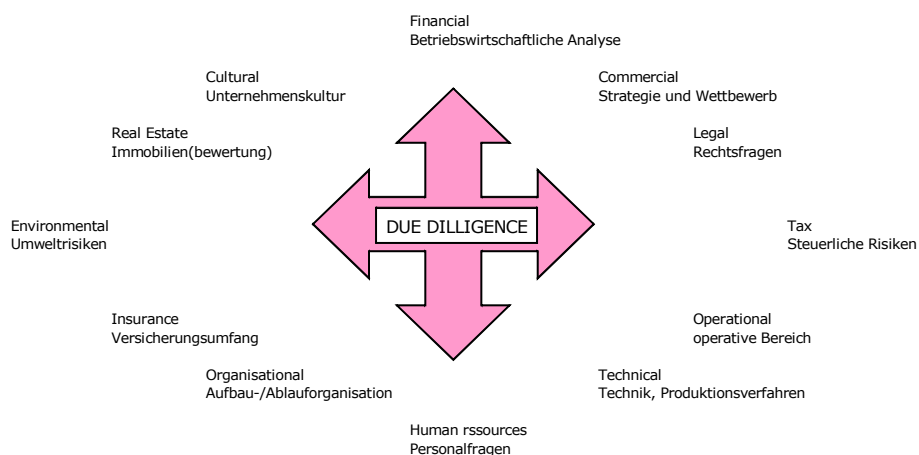


Abbildung 8: Due Diligence¹³

¹³ Aus der Bundesverband Materialwirtschaft Einkauf und Logistik

2.5 Risiken

Eine Fusion/Übernahme ist nicht immer eine sichere Investition. Die Misserfolgsquote liegt zwischen 50 und 80 %. Kummer, Eiffe und Mölzer stellen in „Mergers&Acquisitions-Leitfaden zum Kauf & Verkauf von Unternehmen“ 2011 einen typische Verlauf von einer Fehlübernahme dar.

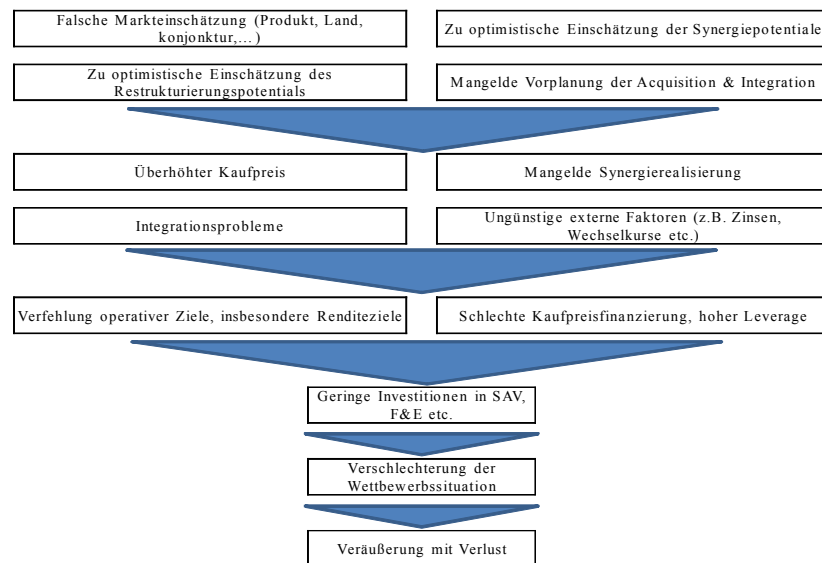


Abbildung 9: Ablauf einer fehlgeschlagenen Acquisition¹⁴

Die Autoren haben eine Vielzahl von Gründen aufgezeigt, die zum Misslingen einer Fusion führen können:

Unzureichende strategische Analyse des Akquisitionsobjektes

Unrealistische Einschätzung des Akquisitionsobjektes

Zu optimistische Einschätzung des Marktpotenzials

Zu optimistische Bewertung der Synergiepotenziale

Überhöhte Kaufpreise mit entsprechend geringer Rendite des eingesetzten Kapitals

Unerfüllte Ergebniserwartungen/ROI

Mangelnde Integration des erworbenen Unternehmens nach Erwerb

Missmanagement

Überzogene Verhandlungsdauer

¹⁴ Kummer, Eiffe, Mölzer 2011 S 14

3 Die Determinanten von Fusionen

Die erste Überlegung bei der Entwicklung der Strategie für M&A ist es, zu entscheiden, ob eine Übernahme oder eine Fusion die geeignete Strategie für das Wachstum ist. Der Prozess von M&A muss die Ziele und Bedürfnisse der Organisation unterstützen. Die M&A Strategie muss die klaren finanziellen Ziele und das Budget definieren. Die finanziellen Ziele, einschließlich des Kaufpreises, werden sich je nach den Besonderheiten des Ziels und seiner Industrie verändern. Eine Übernahme garantiert nicht immer einen sicheren Erfolg. Deshalb muss ein Unternehmen den "Trade off" zwischen Risiko und Gewinn (zum Beispiel durch Erweiterung der Marktanteile) einschätzen können.

Der Verkäufer kann aus mehreren Gründen sein Handeln rechtfertigen: zum Beispiel der Bedarf an zusätzlichem Kapital für das Wachstum. Das Unternehmen kann eine finanzielle Verstärkung brauchen, um strategische Nachteile, die nicht allein überwunden werden können, zu beseitigen. Auf der Käuferseite können auch mehrere Gründe auftreten. Diese sind folgende: die Positionsmacht seines Produktes zu verstärken, geografische Märkte zu schaffen, bessere Wachstumschancen zu entwickeln, die Rentabilität und den Cashflow durch Erhöhung der Einnahmen oder durch die Kostenreduzierung zu steigern, seine Wettbewerbsmacht zu erhöhen, seine Schwächen zu reduzieren, die Notwendigkeit neue Technologien zu kriegen oder seine Produktionskapazität schneller als bei einer internen Expansion zu erhöhen.

Die M&A Theory sollte ein Schlüssel sein, um Konzentrationswellen zu verstehen und um die zukünftige Wellen vorherzusagen. Müller (2003) gibt aber zwei Hauptmotivationsgründe für eine Übernahmeprozess: Steigerung der Marktanteile und Effizienzsteigerung. Verschiedenen Typen von Integration führen zu unterschiedlichen Wirkung auf die Marktanteile und die Effizienz.

3.1 Die verschiedenen Typen von Übernahmen

3.1.1 Vertikale Integration

Die vertikale Integration beschreibt wie eine Gesellschaft ihr Eigentum und die Kontrolle über ihre verschiedenen Phasen der Produktion, Verkauf und den Vertrieb durchführt¹⁵. Ein Unternehmen wie zum Beispiel Michelin baute seine gesamte Wertschöpfungskette von Hévéas Feldern für den Gummi Rohstoff bis zum Händler mit Euromaster selbst aus, darunter natürlich auch das Design und die Herstellung von Reifen.

Auch die Aktivitäten eines Unternehmens wie Benetton reichen von der Schafzucht in Patagonien bis zum Verkauf von Pullovern im Geschäft.

Müller (2003) besagt, dass die vertikale Integration zur Kostensenkung führen kann (aufgrund der Reduzierung von Transaktionskosten), ist es aber hauptsächlich eine Strategie, um Marktzutrittsschranken aufzubauen. Das Ergebnis ist die Steigerung der Marktkraft. Es kommt beispielweise dann vor, wenn einige Unternehmen den Zugriff auf wichtige Rohstoffe kontrollieren.¹⁶

3.1.2 Horizontale Integration

Bei der horizontalen Integration geht es darum, für ein Unternehmen, durch den Erwerb oder die Entwicklung des Geschäfts, sein Netzwerk auf der gleichen Ebene der Wertschöpfungskette wie seine Produkte zu erweitern. Der Zweck der horizontalen Konzentration ist es, die Kosten auf eine größere Menge von Produkten zu verteilen und damit die Kosten pro Stück zu senken. Es kann auch zu der Verringerung der Zahl von Wettbewerbern dienen.

Es gibt zahlreiche Beispiele: in der Luftfahrt zum Beispiel Air France und KLM, Lufthansa und Austrian Airlines, in der Telekommunikation Orange und One in Österreich. Die horizontale Integration ist in diesem Bereich so stark, dass Spezialisten prognostizieren, dass mittelfristig nur wenige Betreiber, zumindest für den Europäischen Markt, tätig werden. Die horizontale Integration birgt somit die Gefahr in sich, Oligopoly oder sogar Monopoly zu schaffen. Die horizontale Integration führt oft durch Synergien zu erheblichen Kostensenkungen und dadurch zu der Steigerung der Effizienz von Unternehmen auf dem

¹⁵ Porter 1992 S 375

¹⁶ Müller 2003 S 159

Markt. Müller zeigt uns das Verhältnis zwischen Unternehmensgrösse und Kostenersparnis:

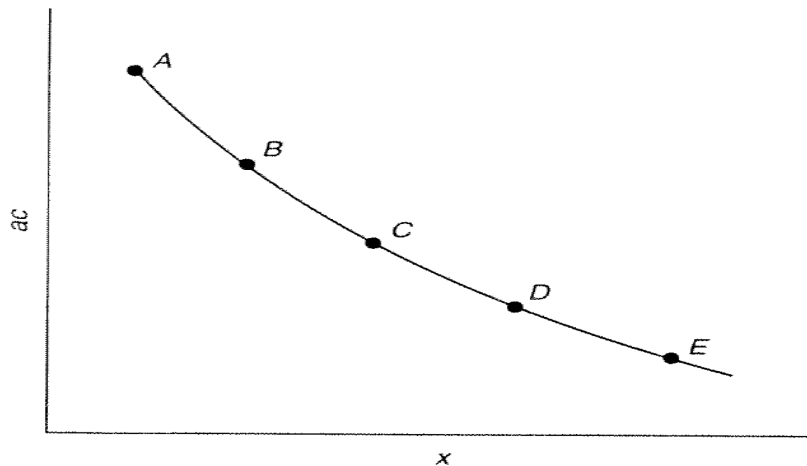


Abbildung 10: Economies of scale¹⁷

Das Kostensenkungspotenzial bei einer horizontalen Integration ist grösser zwischen kleinen Unternehmen (wie A und B) als zwischen grossen Unternehmen (wie D und E).

3.1.3 Konglomerat

Ein Business-Konglomerat besitzt ein Portfolio von unterschiedlichen unabhängigen Aktivitäten. Durch diese Diversifikation reduziert ein Konglomerat seine Sensibilität für die wirtschaftliche Konjunktur und somit die Variabilität seiner Leistungsfähigkeit. Dies ist der Fall bei großen Konzernen wie General Electric und Siemens. Das Gegenteil tritt bei einer Umstrukturierung und einer Änderung der Strategie in einem Unternehmen auf, das sich auf rentablere Aktivitäten konzentrieren will oder aus historischen Gründen handelt. Areva hat sich zum Beispiel von seiner Stromverteilungsfiliale T&D 2009 mit dem Ziel getrennt, sich auf seine historische Aktivität zu konzentrieren, nämlich auf die Produktion von Kernenergie.

Einerseits generiert eine Konglomeratesaufbau Kostenersparnisse durch economies of scope, das heisst durch die Kostensenkung bei der Produktion von verschiedenen Produkten.

¹⁷ Müller 2003 S 161

Andererseits steigert dieser Prozess die Marktkraft der Konzerne: “Ein Anstieg der Konzentration führt zu einem stärkeren Anstieg der Gewinne in einem Markt, in dem der Verkäufer sich mit anderen Verkäufer in anderen Märkten konfrontiert als wenn ein solcher Multimarket Kontakt nicht vorhanden ist“ besagt Müller (2003).

3.1.4 Zusammenfassung

Die unterschiedlichen Formen von Unternehmenskonzentration sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

Unternehmenskonzentration – Synopsis der Zusammenschlussformen und Motive der Unternehmen sowie der Auswirkungen auf Wettbewerb und Kosten			
Zusammenschlussform	horizontal	vertikal	konglomerat
Begriff	– Unternehmen sind auf dem gleichen relevanten Markt tätig;	– Unternehmen sind auf vor- bzw. nachgelagerten Produktionsstufen tätig und stehen in einer Käufer-Verkäufer-Beziehung zueinander;	– negativ definiert als Zusammenschluss, der weder horizontaler noch vertikaler Natur ist;
Zusammenschlussmotive	– Economies of Scale; – Eliminierung eines ineffizienten Unternehmensmanagements; – marktstrategische Zielsetzungen – Empire Building;	– Transaktionskostenersparnisse;	– Economies of Scope – Risikostreuung durch Diversifikation;
Auswirkungen auf den Wettbewerb	– Erlangung einer dominierenden Marktposition bzw. Erleichterung kollektiver Marktkontrolle und damit Beschränkung des Preiswettbewerbs (überhöhte Preise und Gewinne sowie Kosten);	– Behinderung von nichtintegrierten Konkurrenten durch Monopolisierung der Bezugs- oder Absatzwege und damit Errichtung von Marktzutrittschranken;	– Überwälzung von Marktrisiken und Kosten; – Kopplungsgeschäfte; – steigende Finanzkraft; – Mischkalkulation; – Konzentration von Verfügungsbefugnissen;
Auswirkungen auf die Kosten	– Economies of Scale vs. Diseconomies of Scale;	– Transaction-Cost economies vs. steigende Organisationskosten; – X-Inefficiencies;	– Economies of Scope vs. Diseconomies of Scope;

Abbildung 11: Unternehmenskonzentration¹⁸

3.2 Die Übernahme neuer Technologien

Der Erwerb von bestimmten Ressourcen spielt bei solchen Prozessen eine wichtige Rolle. In der Tat ist es für ein Unternehmen manchmal notwendig, schnell auf neue Ressourcen oder Fähigkeiten zuzugreifen, um wettbewerbsfähig bleiben zu können. Unter anderem kann der

¹⁸ Gabler Wirtschaftslexikon

Erwerb von Patenten in einem strategisch wichtigen Sektor, einem Unternehmen einen technologischen Vorsprung gegenüber seinen Wettbewerbern verschaffen.

Zum Beispiel stellen chinesische Unternehmen durch wichtige Akquisitionen auf dem europäischen Markt einen Technologietransfer nach China her, was notwendig ist um den Vorsprung mit Europa und Amerika zu reduzieren. Die vertikale Integration kann auch das Ziel haben, fehlende Ressourcen, wie zum Beispiel seltene Rohstoffe, zu bekommen.

3.3 Synergie

3.3.1 Operating Synergie

Die „economies of scale“ bzw. die horizontale Integration ermöglicht die Reduzierung von Kosten durch die Verteilung von Fixkosten (wie Personal, Maschinen, Energie Kosten) auf höhere Produktionsmengen. Die Hauptfrage, bei dem Beteiligten von einem M&A Prozess, ist zu wissen welche Bereiche von beiden Unternehmen zu koordinieren und welche Teile uneffizient und deshalb zu entfernen sind. Eine Fusion ermöglicht die beste Nutzung und Koordinierung von Bereichen wie Forschung und Entwicklung, Marketing oder Finanzen.

Die vertikale Integration ist auch ein Mittel von Synergieopportunität. Unternehmen können eine bessere Kontrolle des Zugangs zu Rohstoffen erreichen oder bessere Distributionskanäle verschaffen und damit die Marge erhöhen.

Synergie können auch durch „economies of scope“ gekennzeichnet werden. Das ist der Fall wenn Unternehmen, die Komplementarität bei der Herstellung von gleichen Produkten nutzen können.¹⁹

3.3.2 Financial Synergie

Eine Fusion kann auch eine Möglichkeit darstellen neue Finanzierungsmittel zu finden. Durch eine gezielte Fusion kann ein Unternehmen mit großer Investitionsoportunität ein Unternehmen mit kleinen Investitionsperspektiven mit wesentlichem Cash Flow übernehmen. Nach einer Fusion folgt daher ein Capital Transfer zwischen dem übernehmenden und dem

¹⁹ Weston 1998 S 76

übernommenen Unternehmen. Wenn Unternehmen in reifen Märkten tätig sind und nur wenige Entwicklungs- und Investitionsperspektive haben, kann das überschüssige Geld verwendet werden, um neue Bereiche aufzubauen anstatt das Geld an die Aktionäre durch Dividenden zu transferieren.²⁰

Müller (2003) erkennt zwei weitere Formen der finanziellen Vorteile.

Ersparnis bei Fremdfinanzierungskosten

Das folgende Diagramm zeigt das Verhältnis zwischen Zinsen und der Grösse der Unternehmen:

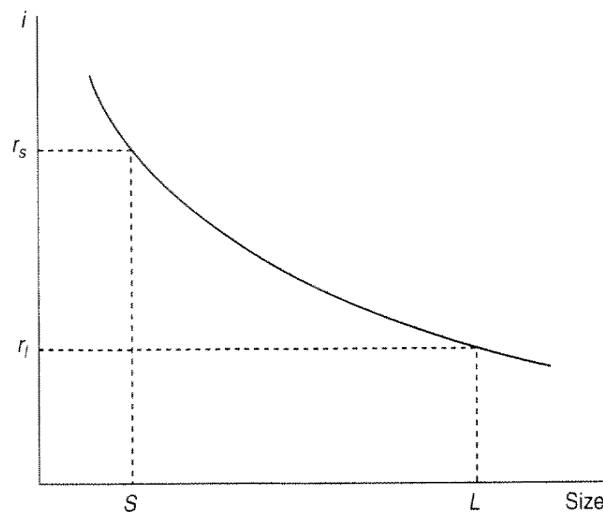


Diagramm 12: Verhältnis zwischen Grösse und Zinsen (i)²¹

Je grösser das Unternehmen desto billiger ist die Fremdfinanzierung.

Risk Pooling

Konglomerate sind besonders von diesem Subjekt betroffen. Diversifizierung durch Übernahmen vermindert die Gewinnabweichungen. Es ist auch eine effiziente Methode Risiken für die Anteilseigner und die Manager, oft durch stock option vergütet, zu reduzieren.

²⁰ Weston 1998 S 78

²¹ Müller 2003 S 167

3.4 Reife Märkte

Die besonders zyklischen Sektoren implizieren ein langsames Wachstum für die Unternehmen. Die Übernahme eines Unternehmens scheint das schnellste Verfahren zu sein, um schnelles Wachstum zu erreichen. Die Unternehmen in reifen Märkten verfügen oft über wesentliche Geldmittel - ein wichtiger Aspekt um im Übernahmemarkt tätig zu sein.²²

4 Marktauswirkung bei Bekanntgabe der M&A Transaktion

Der Kapitalmarkt wird durch die Ankündigung einer Übernahmetransaktion beeinflusst. Im Folgenden wird gezeigt, welche Ankündigung auf den Kapitalmarkt hat und welche Unterschiede, falls welche existieren, zwischen einer Ankündigung in der Luxusbranche und in anderen Branchen bestehen.

Anke Königs (2006) zeigt den wachsenden positiven Effekt der Ankündigung auf den Kapitalmarkt, insbesondere ab dem Tag der Ankündigung.

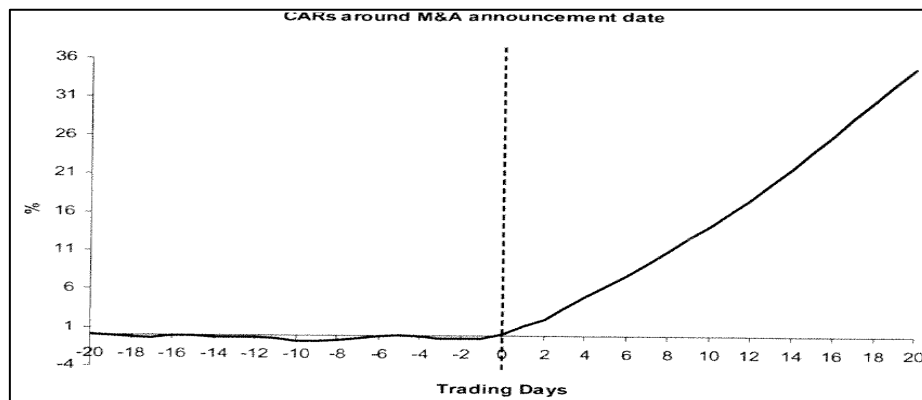


Abbildung 13: Marktangepasste kumulative außerordentliche Gewinne bei der Ankündigung von M&A Transaktionen²³

²² Müller 2003 S 169

²³ A. Königs 2006 s.12

Weiters unterscheidet Königs zwischen den Marktauswirkungen in Asien und Amerika mit dem europäischen Markt. Das Ergebnis ist, dass die Ankündigung einer Übernahme einen stärkeren positiven Einfluss auf den Markt in Asien und Amerika hat als auf den europäischen. Die Gründe dafür liegen wahrscheinlich in der Besonderheit des europäischen Marktes, welcher schon durch eine Konzentration von Konzernen charakterisiert ist. (LVMH, Richemont, PPR und Swatch). Die folgende Abbildung zeigt das Wachstum der verschiedenen Märkte.

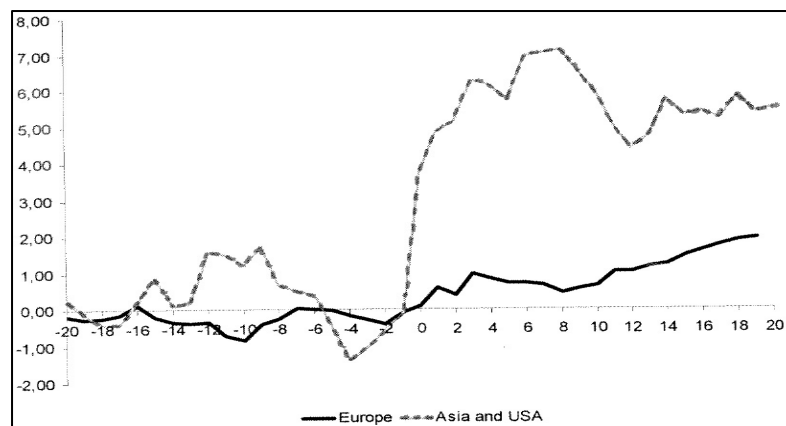


Abbildung 14: Unterschiede bei kumulativen außerordentlichen Gewinnen in Bezug auf geografischen Fokus²⁴

Der Einfluss auf den Kapitalmarkt unterscheidet sich bei M&A Ankündigungen zwischen grossen Luxuskonzernen und kleinen Luxusunternehmen, die ein kleines Portfolio von Marken und eine niedrigere Marktkraft aufweisen. Eine Ankündigung von einer Übernahme von Grossunternehmen, wie zum Beispiel PPR oder LVMH, hat einen weniger positiven Effekt auf den Markt als eine Übernahme, ausgehend von einem kleinen Unternehmen. Die folgende Abbildung illustriert eine raschere und stärkere Aktivität in Folge der Ankündigung bei kleinen Unternehmen.

²⁴ A. Königs 2006 s.18

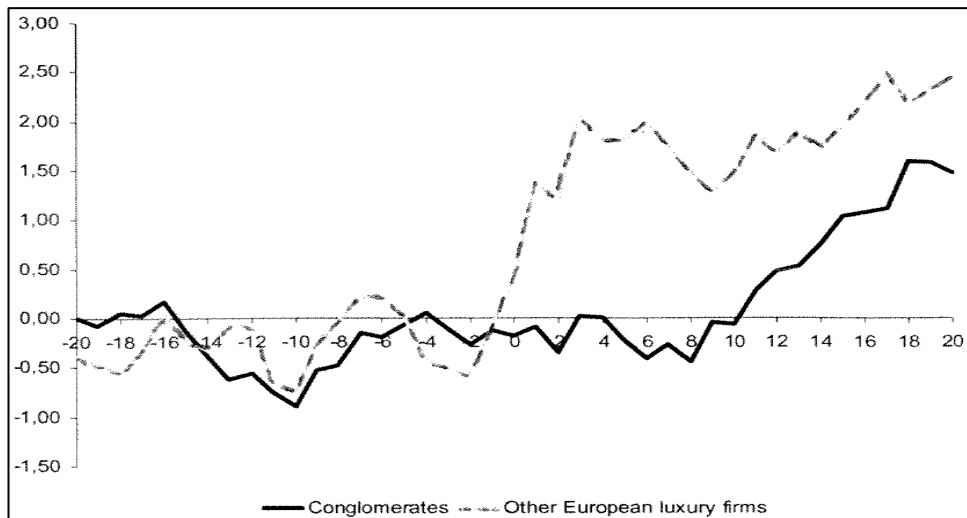


Abbildung 15: kumulative außerordentliche Gewinne von Konglomeraten aus Europa und anderen Luxusunternehmen nach M&A Aktivitäten²⁵

Die Erklärung dieser Analyse ist folgende: Im Gegenteil zu Grosskonzernen, die schon Synergien durch ihre Vielfalt an Marken genutzt haben, profitieren kleinere Unternehmen von grösseren Synergieeffekten und einem grösseren Wachstumspotenzial im Kapitalmarkt.

Ausserdem zeigt Königs (2006), dass die Aktivität des Luxuskapitalmarktes bei einer M&A Ankündigung keine wesentlichen Unterschiede zu anderen Sektoren aufweist

²⁵ A. Königs 2006 s.21

II Die Bewertungsmethode

Die Bewertung von Unternehmen ist eine äußerst wichtige Aufgabe und ein bedeutender Bestandteil jeder Entscheidung über einen Erwerb. Dieser Prozess besteht darin, Faktoren zu identifizieren, die die Bewertung beeinflussen.

Der Wert eines Unternehmens ist ein wesentlicher Punkt des Konzepts der Fusionen und Übernahmen. In der Tat hängt der Preis der Übernahme von der Ermittlung des Wertes der Zielgesellschaft ab, zuzüglich einer Prämie für den Erwerb. Die Preisfindung ist wirtschaftswissenschaftlich gesehen als funktionaler Zusammenhang zwischen Angebot und Nachfrage zu betrachten. Um ein besseres Verständnis der Angebote von Käufern zu erlangen, werden die wichtigsten Methoden bei der Unternehmensbewertung erläutert. Man kann grundsätzlich 2 Möglichkeiten des Erwerbs unterscheiden. Beim Asset Deal handelt es sich um eine Übertragung von Wirtschaftsgütern bzw. Aktiva und Passiva. Ein Share Deal Kauf ist durch den Beteiligungserwerb aufgrund der Übertragung der Rechtsträger charakterisiert.

1 Die Einzelwertmethode

Diese Methode basiert auf der Bilanz, die durch das Eigenkapital und die Schulden des Unternehmens gekennzeichnet ist. Die einzelnen Teile, die dem Unternehmen dienen und im Eigentum stehen, werden addiert und die Verpflichtungen und Verbindlichkeiten werden abgezogen.²⁶

2 Die "Multiple- Faktoren-Methode"

2.1 Allgemein

²⁶ Jansen 2001 S. 194

Unternehmensbewertungen werden durch den Vergleich von Ergebnisgrößen des Bewertungsobjekts mit entsprechenden Ergebnisgrößen vergleichbarer Unternehmen durchgeführt.

Diese Methode beruht auf der Beobachtung einer Stichprobe von vergleichbaren Unternehmen (Größe, Branche, Wachstumsaussichten, Profitabilität, Risiko), für die wir Beziehungen beobachten, die es zwischen ihrem Wert (Börsenwert oder Transaktionswert, wenn sie in jüngster Zeit verkauft wurden) und verschiedenen Parametern des zu bewertenden Unternehmens (Betriebsergebnis, Konzernüberschuss, Eigenkapital) geben kann. Das erzielte Ergebnis wird dann auf die finanziellen Parameter des zu bewertenden Unternehmens angewandt. Diese Methode wird durch drei Stufen gekennzeichnet:

- Die erste Stufe besteht darin, eine Stichprobe von vergleichbaren Unternehmen zu ziehen.
- Die Zweite besteht in der Berechnung von Multiple-Faktoren.
- Die Dritte besteht in der Umsetzung auf das Zielunternehmen.

Das Prinzip der Bewertung mit Börsendeterminanten kann folgenderweise erklärt werden:

Man sucht eine Gruppe von vergleichbaren Unternehmen und wählt eine bestimmte Anzahl von Multiple Faktoren bei Gesellschaften, die börsennotiert sind. Die am häufigsten verwendeten Multiple-Faktoren sind folgende:

- P / E (Kurs / Gewinn-Verhältnis)
- P / B (Kurs-Buchwert, das heißt :Marktkapitalisierung / Eigenkapital)
- Unternehmenswert (Marktkapitalisierung + Marktwert der Schulden) / Umsatz
- Unternehmenwert / EBIT oder EBITDA.

Die Ergebnisse dieser Multiple-Methode werden dann auf das Zielunternehmen angewandt. Zum Beispiel, wenn das nicht börsennotierte Unternehmen X einen Umsatz von 10 Millionen

Euro hat und sehr ähnlich wie eine börsennotierte Gesellschaft ist, die ein P/E von 2 hat, dann sagt die Bewertungsmethode, dass das Unternehmen X 20 Millionen Euro wert ist.

Das Prinzip der Transaktionsmultiple kann folgenderweise erklärt werden:

- ähnlicher Ansatz wie bei der Börsenmultiple, außer dem Fakt, dass der Faktor durch beobachtete Transaktionen ermittelt wird. Zum Beispiel, wenn das Unternehmen Y einen Umsatz von 100 Millionen Euro hat, und wenn es sehr ähnlich wie ein Unternehmen ist, das einen Umsatz von 150 Millionen Euro erzielt und vor einiger Zeit für 300 Millionen Euro verkauft wurde, dann hat Y möglicherweise einen Wert von 200 Millionen Euro ($100 \times 300 / 150$).²⁷

Beispiel über „Multiple Faktoren“ per Aktivitätsbranche (2008):

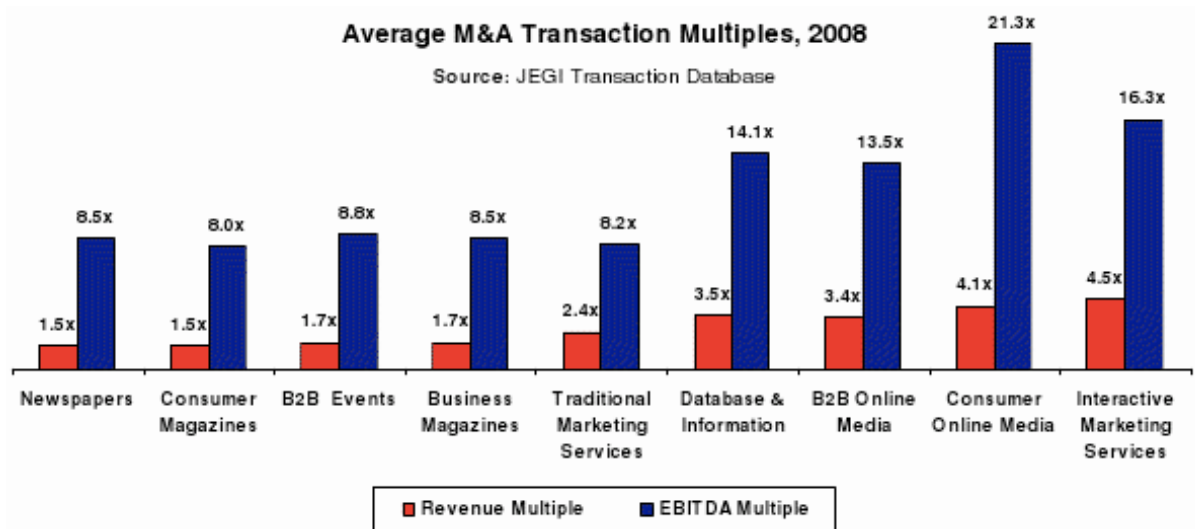


Abbildung 16: Multiple-Faktoren

2.2 Multiple-Faktoren in der Luxusindustrie

Die „Multiple-Faktor-Methode“ ist eine Methode des Vergleichs meistens zwischen Unternehmen, welche in der gleichen Branche tätig sind. Allerdings gibt es wesentliche

²⁷ Kummer, Eiffe, Mölzer S. 48

Unterschiede zwischen einem Konzern mit hochwertigen Produkten und Traditionsmarken und einer Gesellschaft mit jungen Marken. Dieser Unterschied kann sich im Aktienmarkt widerspiegeln. A. Königs (2009) bezeichnet es als „Luxury Premium“ und zeigt inwieweit sich die Gesellschaften bei der Bewertung durch die Multiple-Faktoren-Methode, unterscheiden. Diese „jungen“ Gesellschaften werden oft unter ihrem Multiple-Markt gehandelt. Investoren behandeln diese Gesellschaften auf dem Aktienmarkt wie Unternehmen von anderen Branchen. Ohne an der Qualität von jungen Marken zu zweifeln, ist „Luxury-Premium“ eine Prämie für das Image von oft traditionellen europäischen Marken. Die Wirkung von dem Prestige auf dem Kapitalmarkt spiegelt sich auf „Multiple-Faktoren“ wie EBIT, EBITDA und der Verkaufszahl wieder.

Diese Multiple-Faktoren sind zunächst in der Abbildung 17 allgemein für die Luxusbranche dargestellt:

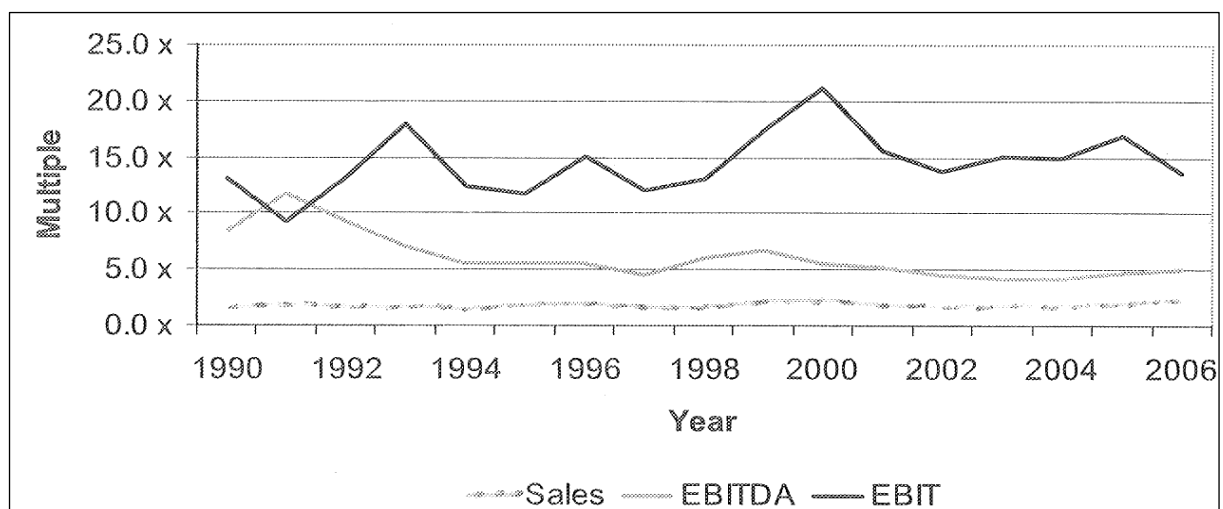


Abbildung 17: Multiple-Faktoren: Verkaufszahlen in der Luxusindustrie, EBITDA und EBIT²⁸

In diesem Diagramm zeigt A. Königs, dass sich Schwankungen im Gewinn auf den Unternehmenswert auswirken.

Weitere Faktoren sind von wesentlicher Bedeutung im Multiple-Markt. Großunternehmen, wie insbesondere LVMH und Richemont, weisen höhere Multiple als der durchschnittliche Multiple in der Luxus Branche auf. Diese Konzerne sind durch ihre Vielfalt von Marken und

²⁸ A. Königs 2009 S.186

ihre exklusive Tätigkeit in der Luxusbranche charakterisiert (im Gegensatz zum Beispiel zu PPR und Swatch). Es unterstützt den Sinn und die Suche nach mehr Konzentration. Die Konzentration hebt anscheinend den Wert eines Unternehmens.

Zweitens unterstreicht die folgende Abbildung in Bezug auf den Kapitalmarkt die höheren Multiple bei Unternehmen, welche in der Luxusbranche tätig sind als Unternehmen, welche in anderen Sektoren tätig sind. Dieser Unterschied wird als „Luxus-Premium“ bezeichnet.

Zielunternehmen bei M&A-Prozessen in der Luxusbranche weisen durchschnittliche höhere Transaktionspreise auf als Unternehmen in anderen Branchen. A. Königs zeigt weiters, dass umso höher der Transaktionspreis ist, desto höher ist der Multiplewert (Abbildung 18). Das Risiko eines Zielunternehmens zu einem zu hohen Preis zu übernehmen wird durch den Gewinn bei Multiplewert gemindert.

Size (\$m)	Less than 25	25 to 100	100 to 250	250 to 1000	>1000
EBIT	8.9x	10.0x	12.7x	16.2x	15.1x
EBITDA	5.8x	9,5x	7.8x	9.9x	10.1x

Abbildung 18: M&A-Multiples in 2006²⁹

3 DCF Bewertung

Die verschiedenen Varianten des Discounted Cash Flows sind Teil des Gesamtbewertungsverfahrens. DCF-Methoden bestimmen hier den Unternehmenswert durch die Diskontierung von Cash Flows, welche die dabei erwarteten Zahlungen an die Kapitalgeber darstellen. Je nach Verfahren werden diese unterschiedlich definiert. Während - nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (WACC-Ansatz) und nach dem Konzept des angepassten Barwerts (APV-Ansatz)- der Marktwert des Eigenkapitals direkt als Differenz zwischen Gesamtkapitalwert und Marktwert des Fremdkapitals ermittelt werden kann, wird - nach dem Konzept der direkten Ermittlung des Eigenkapitals (Equity-Ansatz) - der Marktwert

²⁹ A. Königs 2009 s.189

des Eigenkapitals durch Abzinsung der um die Fremdkapitalkosten verminderten Cash Flows mit der Rendite des Eigenkapitals (Eigenkapitalkosten) berechnet.

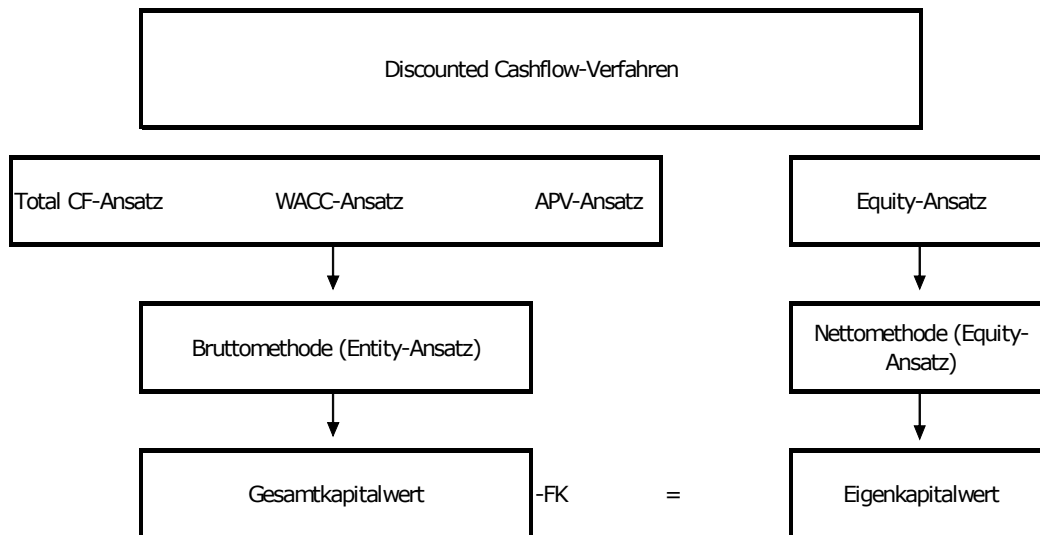


Abbildung 19: DCF Verfahren³⁰

Man kann die Durchführung einer Bewertung mittels DCF-Methode in vier Phasen unterteilen, die den wichtigsten Elementen des Modells entsprechen. Diese Schritte sind:

- Schätzung der erwarteten Cashflows
- Berechnung des Endwertes
- Berechnung der durchschnittlichen Kapitalkosten
- Bestimmung des Unternehmenswertes.

Für die Bestimmung der künftigen Cashflows baut man ein finanzielles Modell auf, das Prognosen auf eine mehr oder weniger ferne Zukunft liefert. Dann gilt für jedes künftige Jahr

³⁰ Schultze W. "Methoden der Unternehmensbewertung" (2003) S. 89

ein entsprechender Cashflow:

Variationen im System der DCF-Methode entsprechen der Berechnung der künftigen Cashflows. (FCF / NOPAT). Die Berechnung der Free Cash Flows erfolgt folgenderweise:

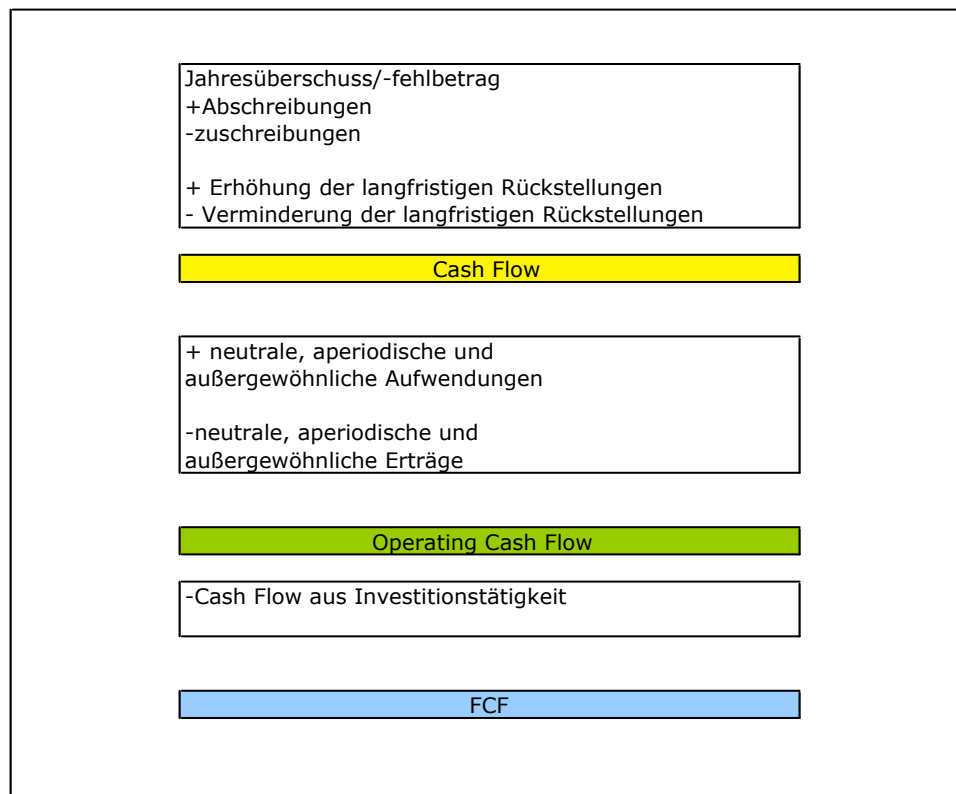


Abbildung 20: Free Cash Flow³¹

Ermittlung der Kapitalkosten: der Zinssatz, der für diese Kapitalkosten benutzt wurde, ist die Weighted Average Cost of Capital. Dieser wird als folgende Summe definiert:

- Die Summe der Kosten des Eigenkapitals verbunden mit der Bedeutung des Eigenkapitals in der langfristigen Finanzierungsstruktur des Unternehmens (Eigenkapital und langfristige Verbindlichkeiten).
- Die Summe der Kosten der langfristigen Schulden mit der Gewichtung dieser Schulden in der Struktur der langfristigen Finanzierung des Unternehmens. Die Kosten des Eigenkapitals

³¹ "Erfolgsgrößen" S. 386 Zeitschrift Controlling 2009 Heft 7

werden in Bezug auf die Rentabilität, die von den Aktionären von börsennotierten Vergleichsunternehmen verlangt wird, gerechnet. Die Gewichtung zwischen Fremd- und Eigenkapital ist durch Zuordnung zu einer optimalen Finanzierungsstruktur festzustellen, und man kann dies als die minimalen Kosten der Finanzierung für das Unternehmen bezeichnen³².

Der WACC ergibt sich somit aus:

$$WACC = k_d(1 - S)\left(\frac{D}{V}\right) + k_e\left(\frac{E}{V}\right)$$

mit:

V = Gesamtunternehmenswert (E+D) Eigenkapital + Fremdkapital

E = Marktwert des Eigenkapitals

D = Marktwert des Fremdkapitals

(1-s) = Steuerersparnis (Tax Shield)

$$k_e = rf + (rm - rf)\beta$$

k_e = Renditeforderung der Eigenkapitalgeber

k_d = Renditeforderung der Fremdkapitalgeber

Bestimmung des Endwertes

$$W_T = \frac{CF_T}{Wacc - g}$$

g= Wachstum

Durch die Ermittlung des Unternehmenswertes ergibt sich

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{FCF}{(1 + WACC)^i} + \frac{W_T}{(1 + WACC)^n}$$

³² Jansen 2001 S. 205

4 Börsenwert

Es ist ein schnelles Verfahren, um börsenorientierte Gesellschaften zu bewerten.

Der Börsenwert wird mit der folgenden Formel ermittelt:

$BW = \text{Anzahl der Aktien} \cdot \text{aktueller Kurs}$

Der Nachteil dieser Methode ist, dass der aktuelle Kurs nicht unbedingt den richtigen Wert eines Unternehmens widerspiegelt. Die globalen Aktienmärkte haben in ihrem Abschwung Unternehmenswerte vernichtet. Betroffene Unternehmen kämpfen darum, einen stabilen Kurswert wie vor der Krise wiederzufinden. Manche dieser Unternehmen bleiben unter dem tatsächlichen Wert ihres Marktpotenzials³³.

5 Synergien als Bestandteile der Wertermittlung

Synergien werden oft als Motiv der Marktführer bei ihren Entscheidungen, durch Fusion zu wachsen, betrachtet. Synergien entsprechen einer Senkung der durchschnittlichen Stückkosten der Produktion. Die Fusion ist ein Mittel, die Fixkosten auf eine größere Anzahl von hergestellten Einheiten zu verteilen.

Das Ergebnis von Synergien ist die Rationalisierung der Betriebskosten und der Produktion. Ein Unternehmen realisiert beispielsweise die Einsparungen durch:

- Konsolidierung der Vertriebsnetze und Rationalisierung beim Verkauf bestimmter Funktionen
- Optimierung von Produktionsstätten mit der Beseitigung von weniger rentablen Standorten oder eine bessere Verteilung der Ressourcen
- Zentralisierung von Filialen und Abteilungen des Unternehmens
- Eine bessere Verteilung des Personals und - in einigen Fällen - Abschaffung von

³³ Jansen 2001 S. 204

Arbeitsplätzen; eine schnelle und weit verbreitete Methode um erhebliche Einsparungen zu erzielen. Das ist der Grund, weshalb die Gewerkschaften von beiden Unternehmen oft negativ auf die Ankündigung einer Fusion reagieren.

Die Synergien können sich auch durch die Nutzung von Komplementaritäten zeigen. Solche Synergien können in materieller und immaterieller Form in beiden Unternehmen auftreten. Diese Strategie bietet somit erhebliche Vorteile auf unterschiedlichen Ebenen: Zeitersparnis, Verfügbarkeit qualifizierte Arbeitskräfte etc...

Die Berechnung von Synergien ist ein Bestandteil der Wertermittlung. Damit können wir eine Preisuntergrenze, aus Sicht der Verkäufer, und eine Preisobergrenze, aus Sicht der Käufer, ermitteln. Die folgende Abbildung zeigt den Mechanismus von Preisermittlung anhand von Synergieeffekten:

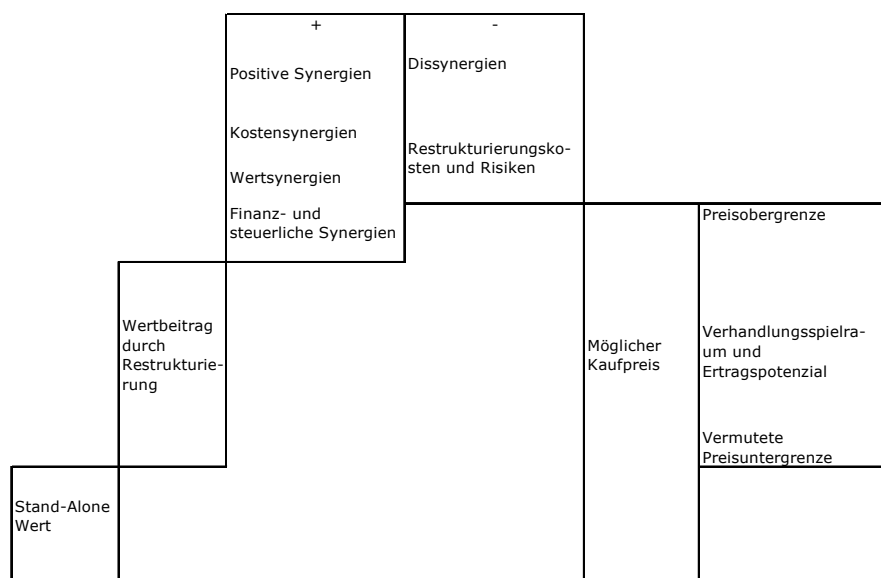


Abbildung 21: Synergiepotenziale als Bestandteile der Wertermittlung³⁴

Im „Mergers and Acquisition“ definieren die Autoren die Untergrenze als „der Kaufpreis, der die Transaktion aus Verkäufersicht gerade noch lohnenswert erscheinen lässt“; die Ermittlung ergibt sich aus dem Barwert der als realisierbar erscheinenden Zukunftserfolge vor Einbeziehung des Synergiepotenzials gemäß heutiger Gegebenheiten. Bei der Preisobergrenze

³⁴ Kummer, Eiffe, Mölzer 2011 S 50

sind Synergiepotenziale in voller Höhe zu berücksichtigen.

6 Schlussfolgerung

Kummer, Eiffe und Mölzer vergleichen in “Mergers&Acquisitions 2011” die verschiedenen Unternehmensbewertungsmethoden. Sie unterstreichen, dass es keinen objektiven Unternehmenswert gibt, aber eine Bewertung, die zu einer Scheingenauigkeit führt. Die folgende Abbildung zeigt als Beispiel, dass es hinsichtlich der Nutzung von verschiedenen Bewertungsmethoden kein einheitliches Ergebnis gibt.

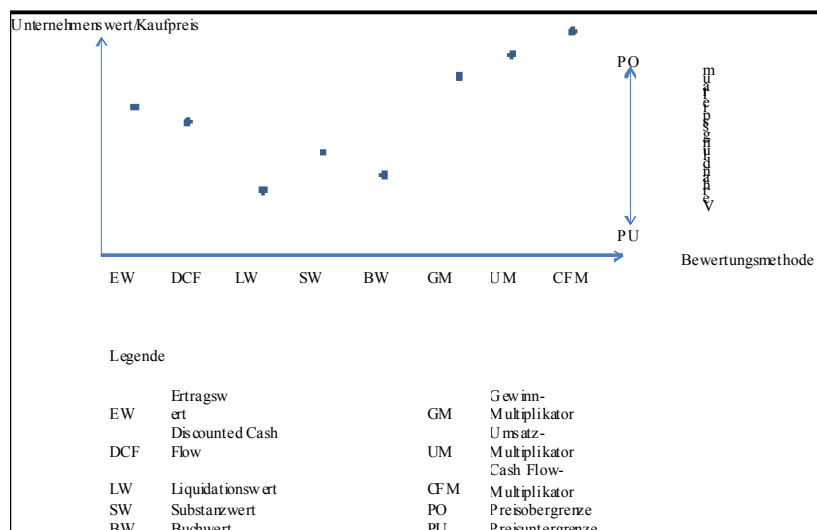


Abbildung 22: Vergleich von Bewertungsmethoden³⁵

³⁵ Kummer, Eiffe, Mölzer 2011 S 51

III Fallstudie: Richemont

1 Geschichtlicher Hintergrund

1.1 Die Geburt von Richemont

Richemont ist ein multinationales Luxusunternehmen. Das Unternehmen ist das Ergebnis der Trennung im Jahre 1988 von den internationalen und nationalen Aktivitäten des Rembrandt Group Limited in Südafrika (das von Dr. Anton Rupert 1940 gegründet wurde). Die Entwicklung von Richemont wurde zwei Jahrzehnte lang von horizontaler Integration und Reorganisation in mehreren Branchen wie Tabak und Television gekennzeichnet und fokussiert sich in letzter Zeit auf die Luxusindustrie. Die Tabakindustrie hat Richemont signifikante Cash Flows gebracht und ihm ein bedeutendes Portfolio von Luxusmarken aufgebaut. Die Tabakindustrie ist es auch, die die Rupert Familie zu ihrer führenden Position im Luxusbereich erhoben hat, und dies durch besondere Marken wie Dunhill, die auch Montblanc und Chloé in Besitz hatte. Die ganze Gruppe hat sich um Cartier herum aufgebaut und hat Richemont auf das Weltpodium des Luxusmarktes gebracht.

Die Geschichten von Cartier und Richemont sind untrennbar miteinander verbunden, was darauf zurückzuführen ist, dass Richemont durch die hervorragenden Leistungen von Cartier gewachsen ist. Cartier ist das starke Symbol von Richemont in der Luxuswelt. Aus dieser Gruppe hat sich auch um Cartier herum eine Tochtergesellschaft namens Vendôme Luxury Group entwickelt, die nach dem berühmten Platz in Paris benannt ist, der für seine exklusiven Juweliere und Uhrmacher berühmt ist. Das folgende Diagramm zeigt den Weg der Richemont-Gruppe und den Übergang der Gesellschaft vom "Konglomerat" zu einem horizontal integrierten Unternehmen, das schließlich den Schwerpunkt seiner Aktivitäten in der Luxusindustrie mit dem Erwerb von mehreren Modeuhren und Schmuckgeschäften gesetzt hat.³⁶

³⁶ Laut lemonde.fr und Richemont.com

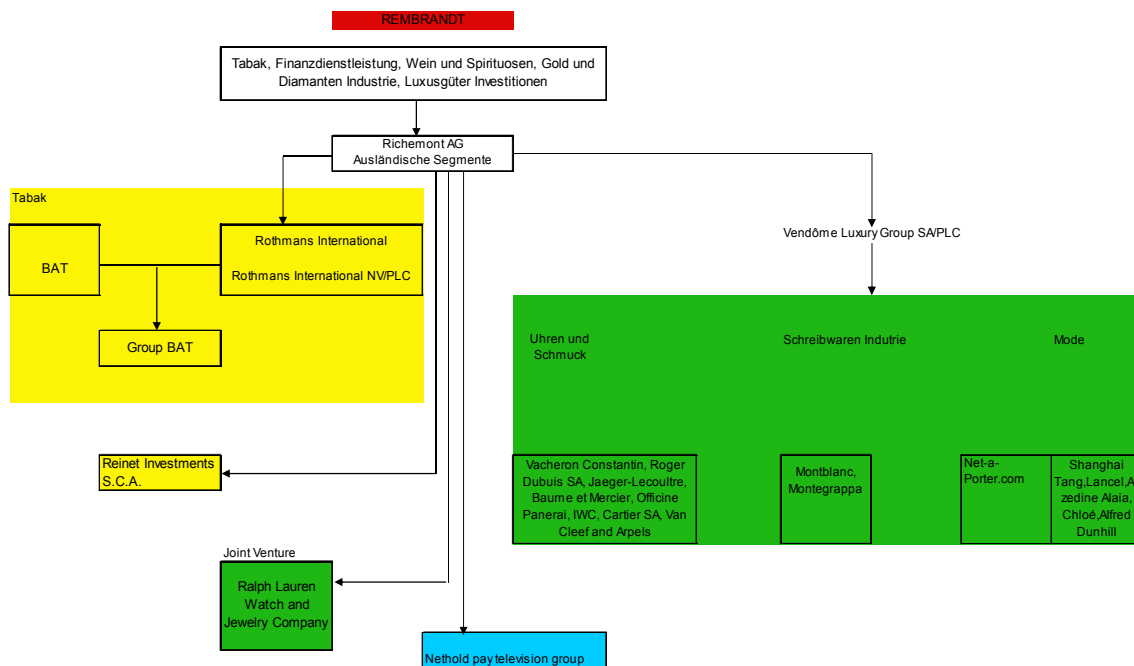


Abbildung 23: Eigene Darstellung: Unternehmensorganisation³⁷

Richemont ist nun exklusiv im Luxussektor tätig (Im Diagramm ist die Luxusbranche im grün markierten Bereich wiederzufinden). Die Gesellschaft ist von den anderen Elementen des Konglomerats befreit und nun mit Unternehmen wie der Gucci Gruppe und Hermes vergleichbar.

1.2 Richemont in Zahlen: 2008-2010

Die folgenden Zahlen verdeutlichen starke Liquidität aufgrund der Bemühungen um Kostensenkungen. Die Zahlen per 31. März 2010 sind: Umsatz iHv € 5,2 Milliarden - die operative Marge liegt bei 16% des Umsatzes - Cash-Flow aus Geschäftstätigkeit in Höhe von € 1,5 Milliarden (819 Mio. € in 2009)³⁸. Die drei Jahre, die vergangen sind, waren besonders schwierig. Nach einer Phase der Expansion bis September 2008 hat die globale Wirtschaftskrise durch übermäßigen Einsatz von Krediten Ende 2008 einen Zusammenbruch der Verbraucherlaune auf den meisten Märkten verursacht. Nach einer Zeit von Verkauf- und Gewinnrekorden hat die Krise im Jahre 2009 Richemont hart getroffen. Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Ergebnisse von Richemont während der weltweiten Finanzkrise.

³⁷ Laut richemont.com und bat.com

³⁸ Laut dem Unternehmensbericht 2010

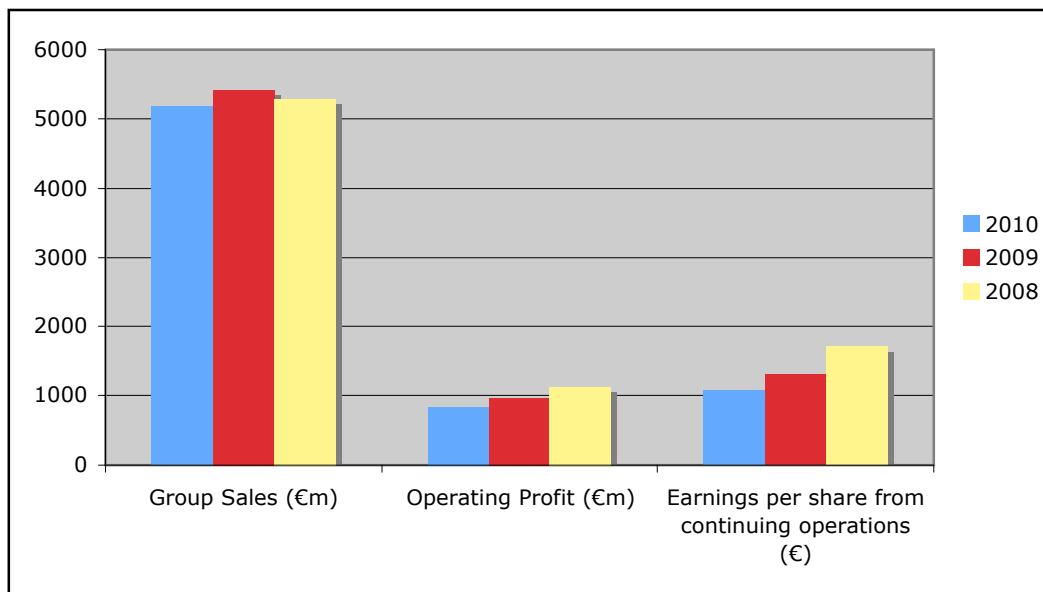


Abbildung 24: Entwicklung der Ergebnisse von Richemont³⁹

Trotz dieser Schwierigkeiten während der Rezession hat sich Richemont jetzt erholt. Durch Investitionen, Eröffnungen und Konzentration auf Märkten mit hohem Wachstum, Begrenzung der Produktion, Lageraufbau, und strikte Kostenkontrolle hat der Konzern erfolgreich auf die Krise reagiert. Mit der Aufrechterhaltung der Rentabilität und des Cash-Flows, hat Richemont darauf abgezielt, die Entwicklung des Konzerns langfristig zu sichern.

1.3 Strategie

1.3.1 Wiederzentrierung auf Luxusgüter

Die Gruppe Richemont hat ihre Wachstumsstrategie durch die Unabhängigkeit ihrer Geschäfte und ihre Restrukturierung in der Luxusbranche organisiert, die mit der Trennung der Aktivitäten in zwei verschiedenen Branchen erfolgt ist. So ist einerseits die Luxusbranche mit la Compagnie financière Richemont, Hauptsitz in Genf, entstanden und andererseits die Tabakbranche Reinet Investments SCA (mit einer 19% Beteiligung in BAT), die auch bei der Luxemburgischen Börse notiert ist. Die neue Strategie begann im Jahr 2000 mit dem Verkauf ihrer Anteile an Canal + (payhold TV) an Vivendi. Das folgende Diagramm zeigt die Höhe des Umsatzes von Richemont pro Bereich und unterstreicht besonders die Wichtigkeit in der

³⁹ Eigene Darstellung laut Informationen aus der "Annual Report and Accounts 2010"

Uhren- und Juwelierbranche, welches das Symbol der Macht der Gesellschaft ist.

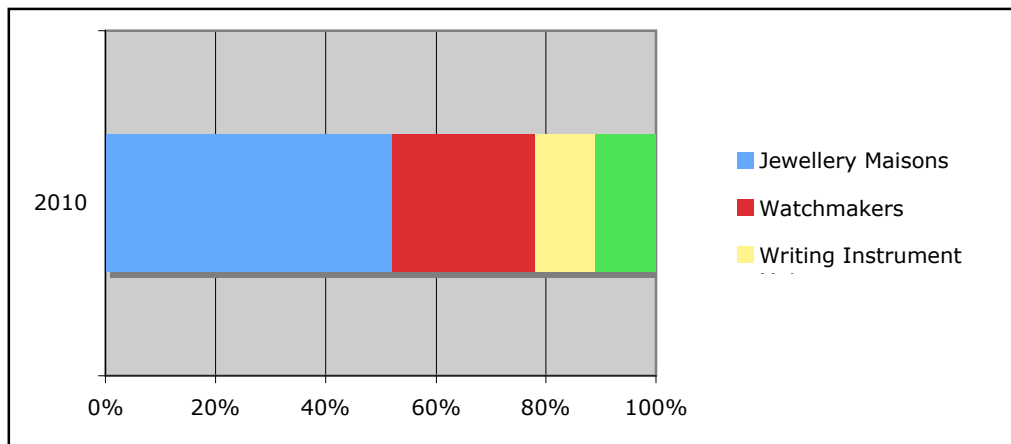


Abbildung 25: Umsatz pro Branche⁴⁰

Jewellery € 2,7 Milliarden; Watchmakers € 1,4 Milliarden; Writing instrument 0,55 Milliarden; Übrige € 0,58 Milliarden

Jedes Luxushaus ist selbständig und besitzt eine eigene Management-Gruppe. Zusätzlich zu diesen unabhängigen Aktivitäten hat die Gruppe überall in der Welt zentrale Funktionen und regionale Strukturen organisiert, die Dienstleistungen im Bereich Controlling, Finanzverwaltung und Recht anbieten.

Sogar als die Krise Richemont zur Vorsicht verpflichtet hatte, hat das Unternehmen dennoch weiter langfristig investiert. Net-a-Porter.com illustriert diese Strategie. Dieses Unternehmen mit starkem Wachstumspotenzial wird sich autonom entwickeln und die Unterstützung von Richemont genießen, um seine Ziele auf internationaler Ebene zu verwirklichen.

Die Richemont-Gruppe hat sich entschlossen, im e-Geschäft tätig zu sein. Net-a-Porter.com war die Investition für seine Ambitionen.

Gegründet im Jahr 2000 in London von Natalie Massenet, ehemalige Modejournalistin in amerikanischen Zeitschriften, verkauft Net-a-Porter.com weltweit etwa 300 großen Marken.

Das Unternehmen, das in London und New York ihren Sitz hat, hat im vergangenen Jahr

⁴⁰ Eigene Darstellung laut Informationen aus der Richemont "Annual Report and Accounts 2010"

einen Umsatz von rund 130 Mio. € realisiert. Die Gründerin verkaufte ihre 18% Restanteile für einen Betrag iHv 70 Mio. €. Sie wird an der Spitze der Gruppe weiter beteiligt bleiben. Richemont war schon im Besitz von einem Drittel der gesamten Anteile des Unternehmens. Den Deal bewertet Net-a-Porter.com auf rd. 380 Mio. €. ⁴¹

Die OPA Absichten wurden an der Swiss Stock Exchange gefeiert mit einem Aufstieg von rd. 2% nach der Ankündigung. ⁴²

Richemont zeigt dennoch einen festen Glauben an die Zukunft des e-Commerce für Luxus. Bisher waren die großen Luxusunternehmen für diese Branche sehr vorsichtig. Ein Grund für dieses zurückhaltende Verhältnis ist, dass das Internet ein Synonym von billigen und nicht von exklusiven Produkten war. Laut einer aktuellen Studie umfasst der Internetverkauf nur 3,8% der weltweiten Verkäufe von Luxus. Diese Zahl könnte im Jahr 2011 4,6% erreichen. Das würde einen Markt von € 7 Milliarden ausmachen. ⁴³

Das Übernahmeangebot wurde von Inhabern der restlichen Anteile angenommen. Bedenkt man, dass Net-a-Porter in 2009 einen Umsatz von rd € 130 Millionen erzielt hat, ist die Bewertung mit € 380 Millionen sehr hoch. Richemont bewertete aber die Übernahme als eine Chance, seinen eigenen Mode Marken wie Lancel, Azzedine Alaïa, Chloé auf Net-a-Porter zu stellen, eine Website, die über zwei Millionen Frauen im Monat zieht.

1.3.2 Bedeutsame Übernahme

Ab dem Jahr 2000 nahm die Luxusabteilung von Richemont mit dem Erwerb von Jaeger-Le Coultre, IWC und A. Söhne Lange eine entscheidende Wende. In einem Kampf mit den Gruppen LVMH, PPR und Swatch hat Richemont 3,080 Milliarden Franken ausgegeben, um drei Unternehmen zu übernehmen. Das Management von Richemont hat damals verstanden, dass dieser Erwerb gegen seine direkten Konkurrenten, entscheidend ist und eine der letzten Möglichkeiten gegen Konkurrenten, wie LVMH und Swatch wäre, die Marktanteile im Bereich Luxusuhren zu erhöhen. Ein weiterer wichtiger Faktor war folgender: der industrielle Bereich war der schwache Punkt der Richemont-Marken. Aber das Know-how, das durch Jaeger-LeCoultre, IWC und A. Söhne Lange erworben wurde, hat Richemont geholfen, den

⁴¹ richemont.com

⁴² daily-bourse.fr

⁴³ Precepta-Xerfi

Prozess der vertikalen Integration für die Produktion der Marken zu beschleunigen. Die industrielle Autonomie ist ein wesentlicher Faktor für die Zukunft einer solchen großen Gruppe. Seit seiner Gründung hat Richemont mit einigen der wichtigsten Entwicklungen in diesem Sektor mehr als jeder andere Akteur der Luxusbranche seine Spuren in der Welt der Uhren hinterlassen. Das visionäre Unternehmensgespür, das meist durch den Präsidenten und Gründer Johann Rupert geprägt war, hat aus Richemont einen Botschafter für die hohe Uhrenproduktion gemacht. Die Uhrenbranche ist bei Richemont der Hauptluxuszweig geworden und hat diese Branche zu einer exklusiven künstlerischen Höhe erhoben⁴⁴

1.4 Der Markt von Uhren und Juwelen

Wie vorher beschrieben, ist Richemont hauptsächlich in der Uhren- und Juwelenbranche tätig. Die Entwicklung dieser Sektoren ist entscheidend für den Aufbau und das Ergebnis des Konzerns. Dieser Markt repräsentiert nur 4,3% des gesamten Markts der Luxusgüter.

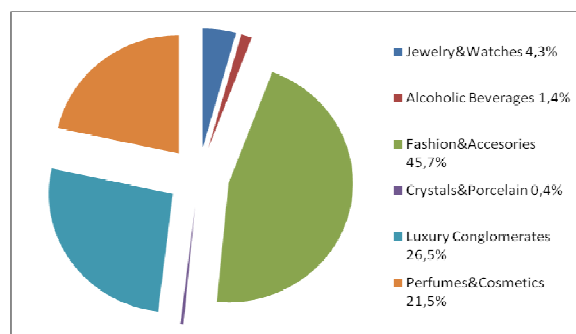


Abbildung 26: Gesamtvolumen des Luxusmarktes⁴⁵

Die Abbildung 27 zeigt die steigenden Verkaufszahlen in diesen Sektoren der letzten 20 Jahre.

⁴⁴ Laut richemont.com und bilan.ch

⁴⁵ A. Königs 2009 s.88

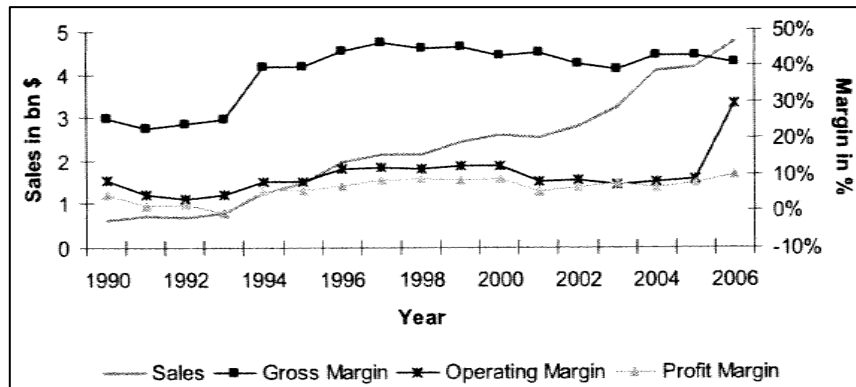


Abbildung 27: durchschnittliche Verkaufszahlen und Margen-Entwicklung von Uhren und Juwelen Unternehmen⁴⁶

Der Sektor ist am Ende des 20. Jahrhunderts stark gewachsen. Der Aufbau von Richemont in den 80er Jahren hat einerseits davon profitiert, aber ist andererseits durch die Veränderung seines Kundenstockes (von Oberklasse zu Mittelklasse Kunden) empfindlich für makroökonomische Veränderungen geworden.

2 Aufbau einer Gruppe: große und kleine Marken

Ein Großteil der Ergebnisse von LVMH und PPR wurde aufgrund der Gewinne ihrer Hauptmarken Louis Vuitton und Gucci erzielt. Richemont besitzt zwar Cartier aber auch eine Vielzahl von Marken in vier verschiedenen Bereichen, die eher für homogene Ergebnisse führen. Die Organisation einer multinationalen Firma beinhaltet oft eine Mega-Marke und kleineren als "Nischen"genannte Marken. Die Mega-Marke verleiht der ganzen Gruppe eine starke Aura. Die Attraktivität dieser Megamarke spielt insbesondere im Kampf um Kunden in den Entwicklungsländern eine bedeutende Rolle. Die "Nischen"-Marken dienen einer kleineren Zahl an Kunden, die aber anspruchsvolle Bedürfnisse haben und die sich von den anderen differenzieren wollen. In der Praxis funktioniert jedoch die Zusammenarbeit von Mega-Marken und Nischen-Marken nur in wenigen Fällen. Das Rennen um die Übernahmen in der Luxusbranche in den 1990er Jahren ist durch isolierte Erfolgsgeschichten illustriert und hat eine lange Serie von leistungsschwachen Marken erlebt. Im späten zwanzigsten Jahrhundert und am Anfang des 21sten Jahrhunderts gab es eine Periode, die durch die Schwierigkeiten von Marken wie DKNY oder YSL gekennzeichnet war, die Problemen gehabt haben, sich in der Branche durchzusetzen. Tatsächlich ist für manche Designer-Marken die Wiedergeburt als Top-Marke fast unmöglich gewesen. Die Verwaltung einer

⁴⁶ A. Königs 2009 s.132

Designermarke ist von Natur aus teurer, weil es große Geschäfte benötigt, sowie größere Budgets, eine hohe Produktentwicklung und Modeshows. Ein intensives Marketing ist bei kleinen Marken ein entscheidender Faktor, um ihre internationale Wachstumsstrategie zu verwirklichen. Einerseits haben einige Marken bei Richemont Schwierigkeiten gehabt, eine starke Wachstumsdynamik zu erzeugen. Dunhill zum Beispiel hat eine Umstrukturierung seines Geschäfts durchgeführt, um seine Marktposition in den Vereinigten Staaten zu verbessern. Der Vertriebskanal ist ein wesentlicher Bestandteil der Richemont Politik. Allerdings hatte die Umstrukturierung von Dunhill das Ziel, den Umsatz des Verkaufs in den USA, durch Rationalisierung und Verbesserung der Ladengröße zu steigern. Andererseits ist Chloé in den letzten Jahren stark gewachsen und scheint auf dem guten Weg, eine bedeutende Marke in seinem Sektor zu werden. Das rasante Wachstum von Chloé hat dazu beigetragen, der Marke ein stärkeres "Image" zu geben. Die rasche Expansion der Filialen ist für das starke Wachstum in den letzten Jahren teilweise verantwortlich.

Bei Roger Dubuis ist die wichtigste Besonderheit sein Vertriebsnetz, das nun in alle Kontinenten expandiert hat. Exklusive Geschäfte sind in Genf und auf stark wachsenden asiatischen Märkten (Hongkong, Singapur, Kuala Lumpur, Jakarta) eröffnet worden.

Die Umstrukturierung von Dunhill, die Expansion von Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen und die rasche Wiedergeburt von Chloé erlauben es, einen optimistischen Blick in die Zukunft zu werfen.⁴⁷

3 LVMH und PPR: Die Riesen der externen Wachstumsstrategie

3.1 LVMH

Seit 1987 verfolgt LVMH das Ziel ein multinationale Gruppe aufzubauen. Das Unternehmen hat das externe Wachstum als Strategie ausgewählt. Die Übernahme ist eine logische Wahl für die Luxusbranche in der Marken durch Dynamik und Attraktivität eine wichtige Rolle spielen. Eine neue Marke einzuführen kostet sehr viel, wobei eine Marke mit Stabilität und Legitimität den Cash-Flow erneuert. Louis Vuitton ist der Haupt Cash-Flow Erbringer für LVMH. Mit der Internationalisierung des Weltwirtschaftsmarktes müssen die Marken sich geographische verbreiten.

⁴⁷ Laut lefigaro.fr/economie und latribune.fr

Die Cash-Flow Strategie von LVMH kann sich durch die Entwicklung von Marktanteilen und durch die Nutzung von Synergien definieren und dadurch die Senkung von überflüssigem Kosten erreichen. Synergien können dann realisiert werden wenn diese keinem Einfluss auf die Marken selbst haben. Das heißt, Marketing und Herstellung bleiben eigene Strategie die für unterschiedliche Marken abgegrenzt sind. Die Synergien sind nur dann möglich wenn das Image der Marke nicht gefährdet ist, z.B. Logistik und Forschung.

Die Gruppe hat sich dann durch vertikale Integration entwickelt: In der Vertriebsbranche in der sie den exklusiven Verkauf von seinen Marken kontrolliert und die Marge von Vertriebsunternehmen gewinnt.

LVMH optimiert seiner Hauptmarken und die Entwicklung ihrer Marktanteile (Louis Vuitton, Dior, Krug, Hennessy, TAG Heuer, Celine...), ohne das Portfolio von Marken durch die Fortsetzung seiner Politik der Akquisitionen zu vernachlässigen. Diese Strategie hat LVMH in der kurzen Zeit zu Marktführer der Luxusbranche gemacht.⁴⁸

3.2 PPR

PPR vereint normale und Luxus Marken. Die Gruppe ist dank externem Wachstum mit der Zeit von einem Holzbetrieb zu einem Riesen der Luxusbranche geworden. PPR ist durch die Übernahme von Gucci Group ein neuer Akteur der Luxusbranche geworden. Die Übernahmestrategie wurde fortgeführt. Yves Saint Laurent, Sergio Rossi (Kosmetik und Modegeschäft), Boucheron und Bedat und cie (Uhrenbranche) wurden in das Portfolio von PPR eingenommen. In 2001 kamen Bottega Venetta und Balenciaga dazu. Ausserdem schliesste PPR Verträge mit hochwertigen Akteuren der Haute-Couture wie Alexander Mc Queen und Stella Mc Cartney.

PPR ist ein neuer Konkurrent in der Branche (tätig seit Anfang des 21 Jahrhunderts) und hat gezeigt, dass durch gezielte Übernahmen und Verkäufen von Unternehmen ein Marktführer in diesem Bereich sein kann. PPR ist zur Zeit der dritt grösste Konzern in der Luxusindustrie weltweit.

Mit Puma in 2007 (71,6% Anteile) und Volcom in 2011 investiert PPR in Luxus für Sportler

⁴⁸ Laut lvmh.com und lesechos.fr

und steigerte damit Synergien.⁴⁹

4 Internet als wachsendes Vertriebssystem für Luxusgüter

Die Schwierigkeit besteht darin, zu evaluieren, ob das Internet ein geeignetes Medium für den Vertrieb von Luxusgütern darstellt. Der Vertrieb ist ein wichtiger Erfolgsfaktor bei der Entwicklung für die Marken. Wir haben es bei Richemont mit hohen Investitionen in Net-a-Porter.com gesehen. Bei LVMH würde der Vertrieb von Parfum, durch die Übernahme von Sephora in 1997, gesichert. Die Entwicklung von Sephora erfährt einen Aufschwung durch sein Online Geschäft seit 2010. Mit der Übernahme des brasilianischen Onlineverkäufers Saks hat LVMH eine Doppel Investition getätigt: eine Investition im online Geschäft und die Durchsetzung seiner Marken in eine Land mit Starkem Wachstum.⁵⁰

Für den selektiven Vertrieb hat LVMH ein Konzept mit Qualität und Exklusivität entwickelt. Dieses Konzept erlaubt es, das Image der Marke zu steuern. Das Internet scheint hingegen, für die Exklusivität und das Image der Produkte, ein schlechtes Distributionmedium zu sein. E-Luxury, ein Online Shop, im Jahr 2000 (wie Net-a-Porter.com) in den USA gegründet, wurde in 2009 geschlossen. Für LVMH erschien es nicht mehr notwendig, ein Internet Angebot für alle Marke zu haben, wenn schon alle Marken ein breites Angebot und einen eigenen e-Shop verfügen.

Während der Krise und im „Frühling von Luxus im Internet“ wurden die Anbieter von Edelmarken dazu hingeleitet Kunden im Internet Kunden zu erreichen⁵¹. Die Demokratisierung des e-Geschäfts erreicht langsam die Luxusbranche. Gesteigerter Einkauf, im Internet, Personalisierung von Produkten und bessere Qualität von Internet Seiten beseitigen die letzten Hindernisse und Ängste von Luxus Anbieter.

PPR war schon seit 1995 im Internet tätig. Die Modeseite laredoute.fr ist allerdings kein Luxusvertrieb. Die Gruppe hat seitdem sein Vertriebsgeschäft durch Redcats und andere Modeanbieter in Skandinavien und America weiter entwickelt.

Mit dem Ziel rasche Entwicklung auf neue Märkte zu schaffen hat sich Richemont schon früh in der Internet Distribution engagiert. Die Übernahme von Net-a-Porter.com ist eine

⁴⁹ Laut ppr.com und lemond.fr

⁵⁰ lesechos.fr

⁵¹ lesechos.fr

strategische Wende für den Vertrieb von Luxus Gütern, obwohl die Seite mehr für Mode und accessoires angedacht ist. Richemont kann daher sein Portefolio von Modemarken entwickeln. Die Zukunft wird zeigen, ob die Uhren und Juwelier die gleiche Strategie nutzen können. LVMH und PPR haben diese Strategie nicht angewendet.

5 Globalisierung und Schwellenländer: künftige Herausforderungen für Richemont

Prêt-à-Porter, Parfums, Kosmetik, Lederwaren, Uhren und Schmuck: jetzt gibt es keinen Sektor, der frei von Übernahmen und Fusionen ist. Die Kleinen (nationale Marken, kleine Schöpfer...) wurden von den Großen in einem rasanten Rythmus am Ende des 20.ten Jahrhunderts gekauft. Ist die Luxusbranche zu einem Schlachtfeld von übermäßigen Ambitionen geworden, in der die drei Nationen Frankreich-Italien-Schweiz wie zu einer Weltmeisterschaft zusammentreffen? Mehrere Phänomene können dieses Streben nach Integration und Konzentration erklären. Die Internationalisierung der Marken geht seinen Weg weiter. Sie ist hauptsächlich das Ergebnis von zwei Phänomenen. Auf der einen Seite gibt es ein hohes Wachstumspotenzial in den Entwicklungsländern. Große Marken haben genügend Gewicht, um die Risiken eines neuen Marktes zu konfrontieren und sie verfügen über genug Wachstumsmacht. Auf der anderen Seite, wird es notwendig sein, breite Investitions- und Entwicklungskonzepte (Produkte, Verteilung, Marketing) zu amortisieren. Die Marken, die exklusiv national tätig sind, haben nicht nur Probleme mit dem Wachstum sondern auch mit der Rentabilität. Die Investitionen für die Entwicklung und die Verwaltung von wertvollen Konzepten erlauben es Marken nicht, sich auf einem kleinen Raum zu begrenzen. Die Kapitalstärke der großen Gruppen ist eine Bereicherung für die Entwicklung dieser nationalen Marken und bedeutet ein Mittel, im Dschungel des Wettbewerbs und der Globalisierung zu überleben. Der Unterschied in der Spanne zwischen kleinen Akteuren und führenden Marken wird immer größer. Für kleine Akteure ist es notwendig geworden zu fusionieren. Trotz der jüngsten starken Gruppierungsbewegungen ist der Sektor nach wie vor fragmentiert. Die Welt des Luxus steht in einem Wettlauf zwischen Branchenriesen. Angesichts der hohen Preise und der Knappheit von Luxusmarken mit grossem Potenzial, müssen sich die Branchenführer Zeit nehmen, um sich vor schlechtem zwanghaftem Erwerb zu schützen. Es geht auch darum, eine solide Basis für große Gruppen zu schaffen und starke Unterstützung, unter anderem für europäische nationale Marken, zu bieten. Die kleinen Marken könnten leicht Ziele für neue Luxusriesen zum Beispiel aus China, Indien oder Brasilien werden.

Für Richemont könnte das Rennen ein Grund sein, sich rasch zu entwickeln, um mit zweckmäßigen Übernahmen von Marken mit starken Brandnamen und Geschichte einen Schritt voraus zu sein. Wir haben es vor kurzem bei der stillen Übernahme durch LVMH von 21,4% Anteilen an dem französischen Familienunternehmen Hermes gesehen⁵². Hermes ist eine Mega-Marke mit starkem Wachstum insbesondere dank dem dynamischen asiatischen Markt.

Die offiziellen Gründe, die LVMH bei diesem Erwerb nennt, beinhalten Protektionismus gegen die angebliche Gefahr von einer Übernahme durch Richemont. Richemont besitzt 2% Anteile an Hermès⁵³. Hermès ist mehr als ein nationaler Stolz, es steht auch für einen seltenen Schmuck in der Luxusbranche. Der Krieg hat angefangen. Die Luxuskonzerne sind bereit und motiviert neue Übernahmen vorzutreiben.

Zu den traditionellen Luxusmärkten wie Japan, den Vereinigten Staaten, Russland und Europa sind jetzt neue Länder wie China oder Brasilien (die so genannte BRIC Länder) gekommen. Die weltweite Steigerung der höchsten Einkommen, die Demokratisierung von manchen Sektoren und das rasche Wachstum von Entwicklungsländern sind die wichtigsten Elemente bei der Dynamisierung des Luxusbereichs.

Das Diagramm 28 stellt die steigende Bedeutung im Luxusmarkt von Schwellenländern, insbesondere China, dar:

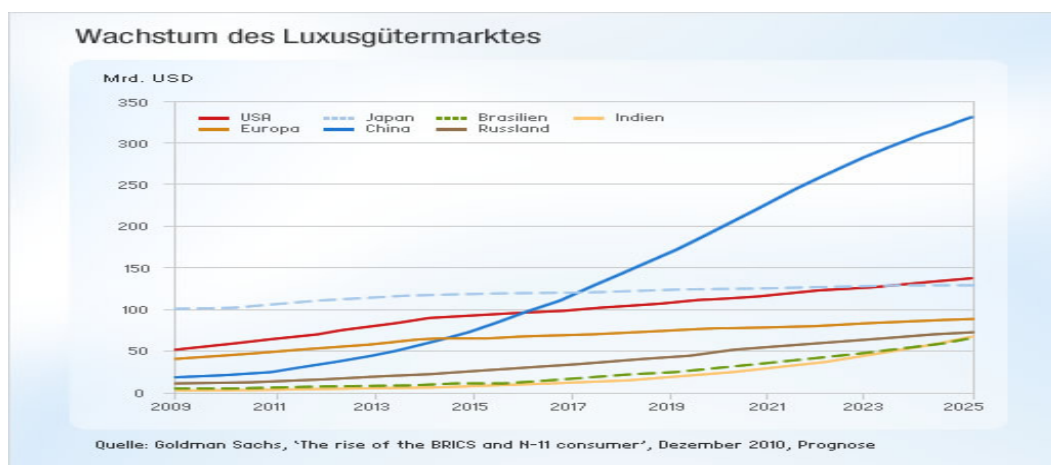


Abbildung 28: Wachstum des Luxusgütermarktes⁵⁴

⁵² Lefigaro

⁵³ Le journal des finances

⁵⁴ Goldman Sachs

Im Folgenden ist die steigende Kaufkraft von BRIC Länder in der Abbildung 29 illustriert:

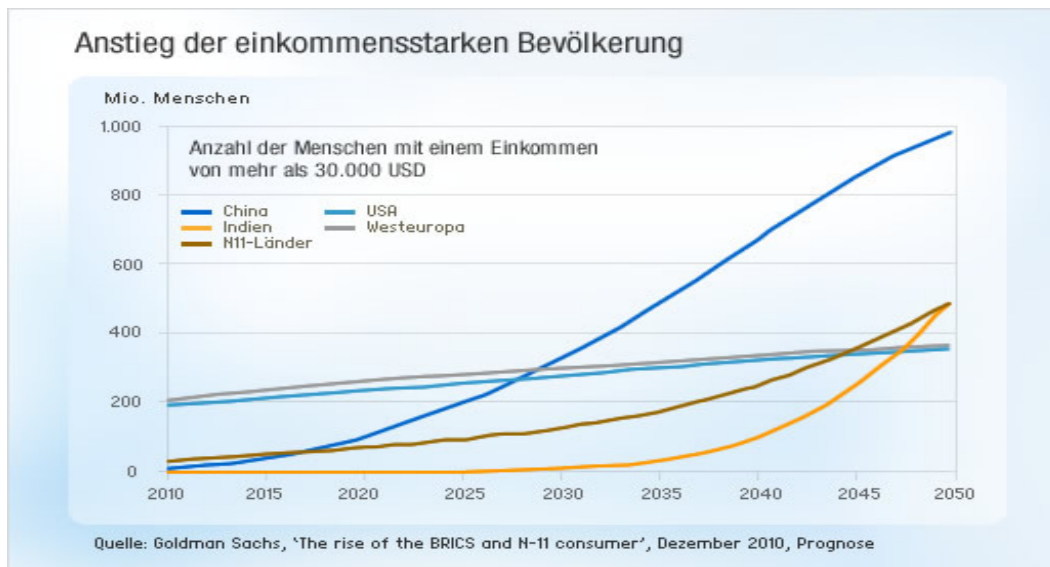


Abbildung 29: Anstieg der einkommensstarken Bevölkerung⁵⁵

Die Graphiken unterstreichen der Rolle von China und seine Bedeutung in der Zukunft. Noch stärker als andere Schwellenländer wird der chinesische Markt entscheidend in der Luxusbranche. Die Übernahmen oder Fusionen von lokale Marken könnten eine Mittel sein, um der Markt zu erreichen.

⁵⁵ Goldman Sachs

Conclusio

Die Krise hat tiefe Spuren hinterlassen und die Käufer fordern Sicherheit. Einerseits streben sie dauerhafte Qualität der Produkte an, andererseits sind der Ruf und das Image einer Marke mehr als je zuvor Garantie gegen die Schwankungen der Makroökonomie geworden. Die Bankraten sind niedrig, die Unternehmen haben wieder Liquidität und die Wirtschaft hat sich erholt. Die finanziellen Bedingungen sind gegeben, um wieder in dem Übernahmemarkt tätig zu sein. Die letzten zwei bis drei Jahre waren diese Konzerne aufgrund Schwierigkeiten bei Kapitalerhöhungen und mangelnder Liquidität ziemlich ruhig. Die finanziellen Bedingungen sind gegeben, um wieder in dem Übernahmemarkt tätig zu sein.

Externes Wachstum scheint ein geeignetes Mittel zu sein, um Umsätze zu steigern, besonders wenn das interne Wachstum in manchen Ländern von einer noch schwachen Nachfrage abhängig ist. Da in reifen Märkten wie USA, Europa und Japan, die Luxuskonzerne schon stark konzentriert sind und das Konsumwachstum in den letzten Jahren stark zurückgegangen ist, könnte eine gezielte Übernahme einen neuen Schwung bringen bzw. die Marktkraft verstärken.

Die Kostensenkung ist die zweite Säule des Übernahmeprozesses. In einigen saturierten Märkten ist die Kostensenkung durch Synergien bzw. durch horizontale Integration die einzige Lösung die Marge zu steigern. Die Verbreitung von Vertriebskanälen und der Rohstoffezugriff sind Beispiele von vertikaler Integration bzw. von möglicher Kostenersparnis für die Luxuskonzerne.

Die Übernahmen der letzten 20 Jahren bedeuteten für PPR, LVMH und Richemont die Möglichkeit einerseits Know-how zu schaffen (wie zum Beispiel in der Uhrenindustrie) und andererseits die Größe der Unternehmen zu steigern bzw. die Unternehmen zu Konzernen aufzubauen. Kostenersparnis (erforderlich bei schwieriger Konjunktur), Marktanteilssteigerung (in Sektoren mit starkem Wettbewerb), geographisches Wachstum und saturierte Märkte sind möglicherweise die Hauptbeweggründe für die nächste Welle in der Luxusbranche. Die nächste Übernahmewelle kann nicht durch einen der Determinanten alleine, sondern nur durch das Zusammenwirken mehrerer Motivationsgründe verursacht werden.

Die Unternehmen, welche die Übernahme nutzen um Kosten zu senken, haben diesbezüglich mittel- bis langfristige Erwartungen. Die Schuldenkrise in Europa könnte die Übernahmeaktivitäten bremsen. Die Unternehmen sind nicht bereit sich zu überbieten bzw. zu viel für ein Unternehmensziel zu zahlen und damit in kurzfristige Liquiditätsengpässe zu geraten.

Die Luxusbranche bleibt aber weiterhin ein sicherer Bereich, der trotz Schwierigkeiten aufgrund makroökonomischer Schwankungen weniger empfindlich ist als andere Bereiche. Die Luxusbranche scheint aufgrund des Wachstums in den Entwicklungsländern eine goldene Zukunft zu haben. Dank starker Liquidität aufgrund einer signifikanten Reorganisation während der Subprime Krise und strengem Finanzmanagement, gekennzeichnet durch die Politik der Kostensenkung, wird Richemont zukünftig ein wichtiger Akteur der Luxuskonzentration sein.

Literaturverzeichnis

Bücher und Zeitungen:

Gintenreiter P., Khinast-Sittenthaler C., „Handbuch Fusionen: Due Dilligence und Bewertung in Fusionssprozess“ 2002; Linde Verlag

Gleich R., Kierans G., Hasselbach T., „Value in Due Diligence: Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success“

Hering T., „Unternehmensbewertung“, 2006, 2. Auflage.

Hjelt P., „The man who would be the king of luxury“; Fortune International (Europe) 21-03-2005 Vol. 151, Issue 5.

Horzella A., „Wertsteigerung im M&A Prozess: Erfolgsfaktoren- Instrumente- Kennzahlen“, 2010; 1. Auflage; Gabler Verlag.

Isbruch F., Gamerschlag R., „Erfolgsgrößen“ S. 386 Zeitschrift Controlling 2009 Heft 7.

Jansen S. A., „Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen“, 2001, 4. Auflage; Gabler Verlag.

Jones N., „Luxury is solo Focus of Richemont“; Women's Wear Daily Vol. 196 Issue 31; 8-11-2008.

Königs A., Schiereck D., „Wealth Creation by M&A Activities in the Luxury Goods Industry“; European Business School Working Paper 7, January 2006.

Königs A., „Value Creation of Mergers and Acquisitions in the Luxury Industry: Combined in Luxury“, 2009; Dr. Kovac Verlag.

Kruschwitz L., Löffler A.; „Discounted Cash Flow“: A Theory of the Valuation of Firms, 2006; John Wiley and sons, Chichester.

Kuhner C., Maltry H. : Unternehmensbewertung 2006.

Kummer C, Eiffe F.F., Mölzer W; “Mergers & Acquisitions – Leitfaden zum Kauf & Verkauf von Unternehmen“, 2011; LexisNexis Verlag.

Mittermaier K., Brunbauer A.; “Handbuch Fusionen: Börsenbewertung im Fusionsprozess” 2002; Linde Verlag.

Müller D. C., “The Corporation: Investment, Mergers and Growth”; Routledge studies in business organizations and networks, 2003.

Schultze W., “Methoden der Unternehmensbewertung, Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven” 2003; IDW Verlag Düsseldorf.

Seiler K., “Unternehmensbewertung, Wertermittlung bei Kauf, Verkauf und Fusion von kleinen und mittleren Unternehmen“ 2004; Springer Verlag.

Weston J.F., Chung K.S., Siu J.A., “Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance“, 1998; Second Edition, Prentice Hall.

Bericht:

Richemont: Annual Report and accounts 2010

Swatch: Annual Report 2010

Internetseiten:

Bilan Wirtschaftszeitung: www.bilan.ch

Bloomberg: www.bloomberg.com

British American Tobacco : www.bat.com

Bundesverband Materialwirtschaft Einkauf und Logistik : <http://www.bme.de>

IMF : <http://www.imf.org>

Intelligent Mergers : <http://intelligentmergers.com/>

Jegi Transaction database <http://www.jegi.com>

KPMG : <http://www.kpmg.com>

La Tribune Wirtschaftszeitung : www.latribune.fr

Le Figaro : <http://www.lefigaro.fr/economie>

Le journal des finances : www.jdf.com

Le Monde : www.lemonde.fr

Les Echos Wirtschaftszeitung : <http://www.lesechos.fr>

LVMH : www.lvmh.com

PPR : www.ppr.com

Precepta-Xerfi Marktforschungsinstitut : www.xerfi.fr

Remgro : <https://www.remgro.com>

Reuters : <http://www.reuters.com>

Richemont : <http://www.richemont.com>

Swatch: <http://www.swatchgroup.com>

Thomson Reuters : <http://thomsonreuters.com>

United Nation Conference on Trade and Development: <http://www.unctad.org/>

Worldbank : <http://www.worldbank.org>

Abstract (German)

Die Luxusindustrie hat Ende des 20. Jahrhunderts mehrere Wellen von Übernahmen erlebt, welche zur Bildung von Luxuskonzernen geführt haben. Marktreife, Zugangsbarrieren, Knappheit von Ressourcen und neue Technologien sind einige der Motive, welche die Unternehmen dazu verleitet haben nach externem Wachstum zu streben. Wirtschaftskrisen hatten Einfluss auf Fusionen und Übernahmen. Die Luxusindustrie hat diese makroökonomischen Einflussfaktoren jedoch weniger gespürt. In Bezug auf die Untersuchung von Fusionen und Übernahmen durch die Determinanten - die Kostensenkung und die Steigerung der Marktkraft - sowie die Prozessstruktur, versucht diese Arbeit eine Erklärung für das Phänomen von Konzentrationen in der Luxusindustrie zu geben. Dabei zeigt diese Arbeit mit der Fallstudie über den Richemont Konzern, warum dieses Phänomen in der Luxusindustrie mehr als in anderen Sektoren verbreitet ist. Vertikale und horizontale Integration sowie Konglomerat, sind wichtige Strategieprinzipien, die von großen Gruppen verwendet werden, um die Effizienz und den Marktanteil zu erhöhen. Die Öffnung neuer Märkte und das starke Wachstum in den Schwellenländern sind Argumente, welche zukünftig zu einer neuen Welle von Fusionen und Übernahmen in der Luxusbranche führen könnten.

Abstract (Englisch)

The luxury industry has known several waves of takeovers, which have led to the formation of large luxury groups at the end of the 20th century. Market maturity, access barriers, scarcity of resources and new technologies are some of the reasons, which have motivated firms to seek for external growth. World economy crises have shown an influence on the waves of mergers and acquisitions, but the luxury industry was less sensitive to the macroeconomic troubles. This study on "mergers and acquisitions" in the luxury industry outlines the phenomenon of concentration with a focus on two key elements - cost reduction and increase in market share. Based on the case study of the Richemont Group, this work also exemplifies why this phenomenon is more apparent in the luxury industry than in other sectors. Vertical and horizontal integration and conglomerate strategies are important principles that are used by large groups in order to increase efficiency and market share. The opening of new markets and the strong growth in emerging countries might lead to a new wave of M & A in the luxury sector.

Lebenslauf

Pierre-Julien Passemier-Bernet

Geboren am 22.08.82 in Agen (Frankreich)

Ausbildung

Universität Wien (Österreich) - Betriebswirtschaftliches Zentrum, 03.2004-12.2011

- Diplomstudium Internationale Betriebswirtschaftslehre - Spezialisierung: Controlling, Corporate Finance

ENAC Toulouse (Frankreich) - Eliteuniversität, 2002/2003

- Schwerpunkt : Aerodynamik, Flugpläne, Meteorologie

L'institut d'Aquitaine Bordeaux (Frankreich), 2001/2002

- Abschlussdiplom in Tourismus. Schwerpunkt: Verwaltung

Lycée Stendahl-Aiguillon (Frankreich), 2000

- Baccalauréat (Matura), naturwissenschaftlicher Zweig. Schwerpunkt : Mathematik, Physik

Berufserfahrung

Deloitte Wirtschaftsprüfungs GmbH: Audit Services, Wien seit Oktober 2010

Legrand GmbH: Projekt Marketing-Finanz, Wien Juli-September 2008

Grand Bleu: Verwaltung, Castelmoron (Frankreich) Juli-August von 2003 bis 2007

Swissport: Praktikum als Aeronautical Techniker, Toulouse-Blagnac (Frankreich) Februar-April 2003