

# Finanzmarktkrise bremst Industriekonsolidierung

*A.T. Kearney untersucht Entwicklung von Fusionen und Übernahmen in der europäischen Energiewirtschaft*

*Fusionen und Übernahmen haben seit der Liberalisierung an Bedeutung gewonnen. Der zunehmende Wettbewerbsdruck und das Zusammenwachsen der europäischen Strom- und Gasmärkte zählen dabei zu den wichtigsten Triebfedern. Zudem drängen seit einigen Jahren verstärkt auch Finanzinvestoren in den Versorgungsbereich und ersetzen teilweise traditionelle Aktionärsstrukturen unter Beteiligung der öffentlichen Hand. Der M&A-Trend wird sich vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzmarktkrise allerdings in den nächsten Jahren verlangsamen.*

Die Konsolidierung und die Umgestaltung der Wertschöpfungskette in der europäischen Energiewirtschaft werden im Wesentlichen von vier fundamentalen Faktoren getrieben:

- 1. Integration der europäischen Großhandelsmärkte:** Die Großhandelspreise an den europäischen Strombörsen bewegen sich aufeinander zu. Die Integration der Märkte und die Korrelation der Preise werden durch den Ausbau der Grenzübergangskapazitäten weiter vorangetrieben.
- 2. Internationalisierungsstrategien der wichtigsten Marktteilnehmer:** Die führenden europäischen Energieunternehmen sind international aufgestellt. Sie verfügen über Erzeugungsportfolios, die über den EU-Raum hinausgehen, sowie internationale Downstream-Geschäftsaktivitäten.
- 3. Unbundling und Anti-Trust-Gesetzgebung:** Die Ownership Unbundling-Initiative der Europäischen

Kommission wirkt als wesentlicher externer Treiber auf die Umgestaltung der Wertschöpfungskette. Auch in Ländern ohne gesetzlich vorgeschriebenes Ownership Unbundling sind große Energieerzeugungsunternehmen wie zum Beispiel E.ON, Vattenfall und RWE durch EU-Druck und Anti-Trust-Gesetze gezwungen, ihre Netze abzugeben.

**4. Margenverschiebung entlang der Wertschöpfungskette:** Die EBIT-Margen differieren stark zwischen den Wertschöpfungsstufen. Sie sind im Bereich Midstream (Strom- und Gasnetze) derzeit am höchsten. Es folgen die Upstream-Aktivitäten. Regulierungsgrad und Wettbewerbsintensität verändern die Attraktivität einzelner Stufen der Wertschöpfungskette signifikant. So sind zum Beispiel die Vertriebsmargen in den europäischen Ländern mit hoher Wettbewerbsintensität deutlich höher als in Ländern mit eingeschränktem Wettbewerb. Dies ist

*Die Finanzkrise wird den M&A-Markt in der Energiewirtschaft erheblich beeinflussen und in den nächsten fünf Jahren zu einem Rückgang des Transaktionsvolumens von bis zu 30 Prozent führen.*

beispielsweise in Großbritannien und Schweden der Fall. Die Bedeutung einer wertschöpfungskettenorientierten und länderübergreifenden Portfolio-Optimierung nimmt damit zu.

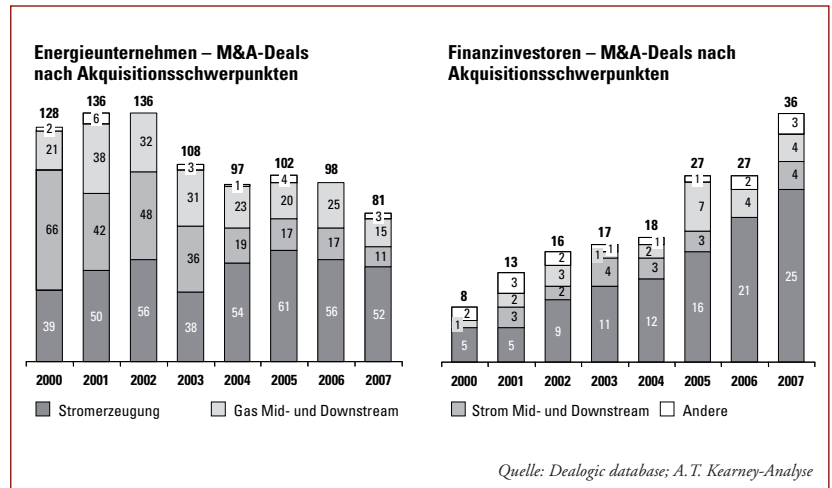
## Die aktuellen M&A-Trends

Fusionen und Übernahmen sind seit der Liberalisierung die größten Wachstumsmotoren von führenden Energieversorgern geworden. So ist die Anzahl der M&A-Transaktionen in der europäischen Energiewirtschaft seit dem Jahr 2000 mit durchschnittlich rund 160 Deals pro Jahr auf einem konstant hohen Niveau; allerdings hat sich dabei das jährliche Transaktionsvolumen versechsfacht. Der wesentliche Grund für die starke Zunahme der Transaktionsvolumina sind die Mega-Deals der vergangenen Jahre.

Die A.T. Kearney-Studie zeigt zudem, dass sich der Fokus der Transaktionen auf die Stromerzeugung verschoben hat: Während im Jahr 2000 nur 30 Prozent der Transaktionen im Bereich der Erzeugung stattfanden, ist der Anteil im Jahr 2007 kontinuierlich auf 65 Prozent gestiegen. Der Schwerpunkt lag insbesondere im Bereich erneuerbarer Energien. Zudem haben auch die steigenden Strompreise für eine zunehmende Attraktivität konventioneller Erzeugungssassets gesorgt.

Geografisch gesehen haben M&A-Deals in Südeuropa an Bedeutung gewonnen. Insbesondere in Spanien, Portugal und Italien ist der Anteil der Transaktionen von 2000 bis 2007 von 13 auf 31 Prozent gestiegen.

**Abbildung 1:** Schwerpunkt der M&A-Transaktionen verschiebt sich auf Stromerzeugung



Auch die Ziele der Investoren ändern sich über einen längeren Zeitraum. So sind von 2000 bis 2007 die Investitionen der Energieversorger in vorzugsweise Downstream-Energieunternehmen von 83 Prozent auf 56 Prozent zurückgegangen, während sich der Anteil der Finanzinvestoren an der Gesamtheit der Deals von 5 auf signifikante 25 Prozent verfunffacht hat. Schwerpunkt beider Investorengruppen ist nach wie vor der Erzeugungsbereich (*Abbildung 1*).

Auf ihrem Wachstumspfad haben die größten und aktivsten europäischen Energieunternehmen seit 2000 mehr als 360 Akquisitionen durchgeführt. Die wichtigsten Spieler waren bisher E.ON, EdF, Enel, edp, centrica, Fortum, IBERDROLA, RWE und Vattenfall.

Als Finanzinvestoren sind bislang insbesondere Infrastruktur-Fonds und Private-Equity-Fonds aktiv geworden, Staatsfonds haben bisher keine Rolle gespielt. Mit durchschnittlichen EBIT-

und Umsatz-Multiples von 12,6 bzw. 2,8 liegen die Finanzinvestoren dabei klar in Führung. Finanzinvestoren treiben die Entwicklung fokussierter Geschäftsmodelle voran. Diese zeigen im historischen Vergleich in Abhängigkeit vom Geschäftsmodell eine Wertentwicklung in den letzten fünf Jahren, die das 1,4- bis 4,2-fache jener integrierter Versorger ausmacht.

Für Finanzinvestoren sind europäische Energieunternehmen aus verschiedenen Gründen sehr attraktiv. So herrschen insbesondere in den westeuropäischen Ländern stabile rechtliche, politische und regulatorische Rahmenbedingungen vor. Zudem bietet die Branche im Vergleich zu anderen stabile Umsätze und Cash-Flows, da diese im Netzgeschäft trotz des regulatorischen Einflusses „vorhersagbar“ sind. Aber auch die Verfügbarkeit entsprechender Akquisitionstargets ist sichergestellt: Die Regulierung sowie Kartellverfahren werden die Energieunternehmen

zwingen, einen Teil ihrer Assets an neue Investoren abzugeben.

Finanzinvestoren wenden nach der Akquisition drei wesentliche Hebel zur Wertsteigerung an: Steigerung der operativen Leistungsfähigkeit, Restrukturierung bzw. Fokussierung sowie Buy-and-build, das heißt, die Akquisition eines Plattform-Unternehmens und die Integration weiterer akquirierter Unternehmen. Die ersten beiden Hebel bilden jedoch derzeit noch den Schwerpunkt. Mittelfristig ist - getrieben durch das Interesse, maximale Renditen bei eingeschränkten Fremdfinanzierungsmöglichkeiten zu erzielen - mit einem Anwachsen der Buy-and-build-Deals zu rechnen.

## M&A-Volumen geht um 30 Prozent zurück

Die aktuelle Finanzmarktkrise und ihre Folgewirkungen werden mittelfristig den M&A-Markt in der Energiewirtschaft erheblich beeinflussen, da

die Attraktivität von fremdfinanzierten Deals abnimmt und die Liquidität auf den Finanzmärkten eingeschränkt ist.

Der A.T. Kearney-Studie zufolge werden die Transaktionsvolumina von Finanzinvestoren stark zurückgehen, da die M&A-Deals zum größten Teil fremdfinanziert werden. Aufgrund höherer Zinsen werden Transaktionen mittelfristig teurer und verlieren damit an Attraktivität. Aber auch von Seiten der Energieversorger sind die Möglichkeiten künftiger Fusionen und Übernahmen vergleichsweise eingeschränkt. Dies ist insbesondere auf kartellrechtliche Beschränkungen, Staatsprotektionismus und die Folgen der Finanzkrise zurückzuführen. Trotz höherer Eigenkapitaldecke und somit vergleichsweise gutem Zugang zu Fremdkapital sind auch Energiekonzerne kurz- und mittelfristig gezwungen, Fusionen und Übernahmen in stärkerem Maße mit eigenem Kapital zu finanzieren. Dies erhöht zwar die spezifischen Finan-

zierungskosten, allerdings stehen dem niedrigere Bewertungen von Akquisitionstargets gegenüber.

Die Auswirkungen der diskutierten Faktoren werden schließlich dazu führen, dass die M&A-Aktivitäten von Finanzinvestoren und Energieversorgern zurückgehen werden. Dem Deal-Volumen der letzten fünf Jahre in Höhe von 382 Milliarden Euro wird daher für den Zeitraum von 2009 bis 2013 nur ein Deal-Volumen von 260 Milliarden Euro gegenüberstehen. Dies entspricht einem Rückgang von mehr als 30 Prozent.

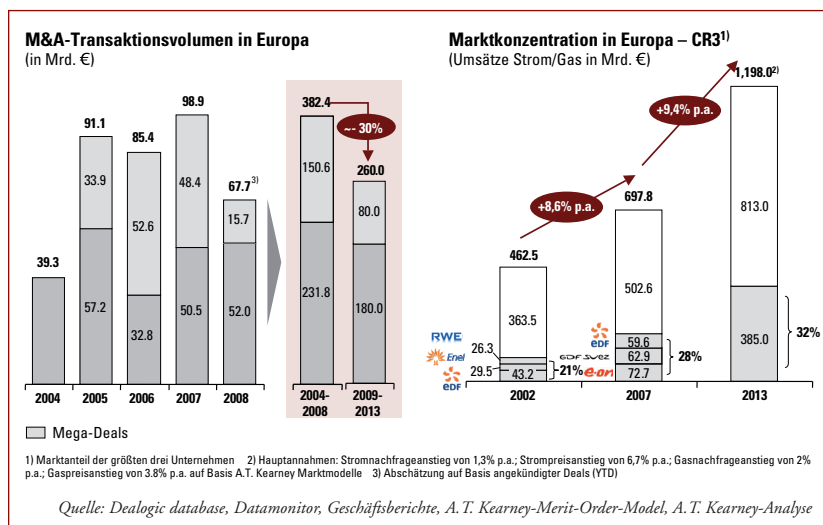
Dennoch wird die Marktkonzentration bis 2013 von 28 auf 32 Prozent ansteigen, verglichen mit einem fast doppelt so starken Anstieg von 21 auf 28 Prozent im Vergleichszeitraum von 2002 bis 2007 (*Abbildung 2*).

## Fokus der Akteure verschiebt sich

Die aufgezeigten Entwicklungen werden sich in hohem Maße auf die künftige Wachstumsstrategie bzw. auf die M&A-Aktivitäten von Energieversorgern, Finanzinvestoren und auch der Politik und Kommunen auswirken.

Für Energieversorger gewinnen der Fokus auf einzelne Wertschöpfungsstufen und die horizontale Konsolidierung immer mehr an Bedeutung. Das heißt, dass selektive Übernahmen zur Realisierung von wertschöpfungsspezifischen Skaleneffekten zunehmen werden. Hohe Wachstumsraten werden aber für die meisten Energieunternehmen zukünftig nur dann

**Abbildung 2:** M&A-Trend in der Energiebranche wird sich verlangsamen/Marktkonzentration



möglich sein, wenn sie zusätzliche Maßnahmen zur Stärkung des organischen Wachstums umsetzen. Dazu zählen die Intensivierung des Vertriebs bestehender Leistungen, die Entwicklung neuer Angebote im Bereich der Kerngeschäftsaktivitäten sowie die Erschließung neuer Märkte.

Finanzinvestoren zwingt die notwendige teure externe Finanzierung zu einer stärkeren Fokussierung. Sie werden künftig einen verstärkten Fokus auf Unternehmen mit stabilen Cash-Flows zur schnellen Refinanzierung des Deals legen. Dabei wird es der Studie zufolge in Zukunft zu einem verstärkten Engagement im Infrastrukturbereich kommen. Neben den klassischen, bisher von Finanzinvestoren in der Energiewirtschaft angewendeten Hebeln zur Wertsteigerung, wie Performance Steigerung und Asset Splitting, gewinnen Buy-and-build-Ansätze an Bedeutung.

Auch Kommunen müssen sich bei Stadtwerksverkäufen zukünftig verstärkt mit wertschöpfungsspezifischen Strategien wie dem ge-

## Zukünftige Entwicklung des M&A-Marktes in der Energiewirtschaft

- Fremdkapitalfinanzierte Deals sind aufgrund höherer Zinsen derzeit und mittelfristig deutlich unattraktiver als in den Jahren zuvor. Finanzinvestoren sind von dieser Entwicklung stärker betroffen als Energieversorger. Der Grund liegt am höheren Fremdkapitalanteil bei der Deal-Finanzierung.
- Negative Auswirkungen auf M&A-Aktivitäten aufgrund limitierter Fremdkapitalfinanzierungsmöglichkeiten von Übernahmen. Hier kann davon ausgegangen werden, dass Finanzinvestoren stärkere Auswirkungen verspüren als Energieversorger.
- Aufgrund des Rückgangs der Marktkapitalisierung der Unternehmen sind diese als Übernahmetargets wieder attraktiver geworden. Dafür wird die eigene M&A-Aktivität der Unternehmen durch den niedrigeren Wert der eigenen Aktien als Übernahmewährung potenziell eher negativ beeinträchtigt.
- Der Trend geht zu mit geringen Risiken verbundenen Investments, z.B. Infrastrukturinvestments mit stabilen Cash-Flows.
- Einige Energieunternehmen planen aktuell den Verkauf ihrer Stromübertragungs- und Gastransportnetze.
- Auf nationaler Ebene ist eine weitere Konsolidierung aus nationalen kartellrechtlichen Gründen kaum noch möglich. Auch sind im Rahmen einer EU-weiten weiteren Konsolidierung Asset-Split-Auflagen zu erwarten.

trennten Verkauf von Netzen und den Wettbewerbsbereichen auseinandersetzen. Alternativ zu einem Komplettverkauf lassen sich damit

in Summe höhere Verkaufserlöse erzielen.

### Autoren:

Dr. Matthias Cord (Berlin) erreichen Sie unter [Matthias.Cord@atkearney.com](mailto:Matthias.Cord@atkearney.com).

Dr. Martin Handschuh (Stuttgart) erreichen Sie unter [Martin.Handschuh@atkearney.com](mailto:Martin.Handschuh@atkearney.com).

Kurt Oswald (Wien) erreichen Sie unter [Kurt.Oswald@atkearney.com](mailto:Kurt.Oswald@atkearney.com).

A.T. Kearney ist eines der führenden internationalen Top-Management-Beratungsunternehmen und bietet seinen Klienten das gesamte Spektrum strategischer und operativer Beratung. Dabei verfolgt A.T. Kearney ein klares Ziel: auf der Basis eines führenden Knowledge Managements den maximalen Erfolgsbeitrag aller Unternehmensbereiche und den Gesamtwert eines Unternehmens nachweisbar zu steigern.

A.T. Kearney beschäftigt rund 2.500 Mitarbeiter in mehr als 30 Ländern der Welt.

Weitere Informationen über:

A.T. Kearney GmbH  
Marketing & Communications  
Kaistraße 16 A  
40221 Düsseldorf

Tel.: +49-(0)211-13 77-0

Email: [marcom@atkearney.com](mailto:marcom@atkearney.com)  
[www.atkearney.de](http://www.atkearney.de)