

M&A-Markt auf dem Weg nach oben

Geld ist vorhanden – Käufer sind aber noch etwas zurückhaltend

Das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A) ist im Aufwärtstrend. Strategen und Finanzinvestoren sitzen auf viel Cash, das investiert werden will. Deutsche Mittelständler, gestärkt aus der Krise herausgekommen, gelten als attraktive Anlageziele. Dennoch lassen sich viele Käufer Zeit bei der Prüfung von Investments. Die Erfahrungen aus der Boom-Zeit und der anschließenden Krise haben sie vorsichtiger werden lassen. Der Trend geht wieder zu höherwertigen Deals, die Distressed-Ära ist weitgehend vorbei.

M&A weltweit im Aufwind

Die weltweiten M&A-Aktivitäten haben sich kräftig belebt. Das Transaktionsvolumen lag im ersten Quartal 2011 nach Zahlen des Finanzdatenanbieters Thomson Reuters mit insgesamt 799 Mrd. USD 55% über dem ersten Quartal des Vorjahres. Es war somit das beste Vierteljahr seit 2008. In Europa verdoppelte sich das Transaktionsvolumen sogar.

Führend in den M&A-Aktivitäten sind aber nach wie vor die USA mit einem Anteil von 49% des weltweiten Deal-Volumens, während Europas Anteil lediglich 25% beträgt. In der Branchenbetrachtung zogen Energie (inklusive Öl, Gas, Strom etc.) und Finanzen die meisten Aktivitäten auf sich. Laut Thomson Reuters sind auch die Finanzinvestoren wieder verstärkt zurück auf dem Markt. Im ersten Quartal 2011 summierte sich das Buy-out-Volumen weltweit auf 51 Mrd. USD (80% mehr als im 1. Quartal 2010), das letzte Quartal 2010 war sogar noch besser.

Gute Konjunktur beflügelt

Im vergangenen Jahr hatte es allerdings zwischen Frühjahr und Herbst weltweit noch einmal einen leichten Abwärtstrend gegeben. Dies zeigt der vom Bureau van Dijk ermittelte ZEW-ZEPHYR M&A-Index, der für den November 2010 noch einen Tiefpunkt im Jahresverlauf anzeigt. Dieser Index berücksichtigt nicht nur die Entwicklung des weltweiten

TAB.1: GROSSE BUY-OUTS OKTOBER 2010 BIS MÄRZ 2011 IN DEUTSCHLAND

Jahr	Beteiligungs-gesellschaft	Unternehmen	Branche	Anlass	Verkäufer	Transaktionsvolumen in Mio. EUR
10/2010	H.I.G. Capital	7(S) Personal GmbH	Personaldienstleistungen/ Zeitarbeit	Buy-out		
10/2010	IK Investment Partners	Hansa Metallwerke AG	Bad- und Küchenarmaturen	Buy-out	Eigentümerfamilien Göhring und Reh	
10/2010	Montagu Private Equity	Host Europe Group GmbH	IT-Services/Hosting und Domain Service	Secondary Buy-out	Oakley Capital	266
10/2010	Silverfleet Capital	Schneider Versandholding GmbH	Versandhandel/Werbung	Tertiary Buy-out	Barclays Private Equity	170 (geschätzt)
10/2010	Triton, Capvis	Wittur AG	Anlagenbau/Aufzüge	Secondary Buy-out	Cerberus, Goldman Sachs Private Equity	
11/2010	Carlyle Group	Primondo Specialty Group (Bon'A Parte, Elegance, Mirabeau, Planet Sports, Walz, Verbaudet)	Handel/Spezialversender	Buy-out	Pensionsfonds der KarstadtQuelle-Belegschaft	
11/2010	H.I.G. Capital, Solidus Partners, Privatinvestoren	Der grüne Punkt - Duales System Deutschland GmbH	Recycling	Secondary Buy-out	KKR	
12/2010	3i	AMOR GmbH	Konsumgüter/Schmuck	Secondary Buy-out	Pamplona Capital Partners	150 (geschätzt)
12/2010	Apax Partners	Takko Holding GmbH	Konsumgüter/Mode	Tertiary Buy-out	Advent International	1.250 (geschätzt)
01/2011	Auctus	Flemming Dental AG	Medizin/Dentallabore	Buy-out		
01/2011	Deutsche Private Equity	Westfalia-Automotive GmbH & Co KG	Automobilzulieferer	Tertiary Buy-out	Odewald & Compagnie, WestLB	>100
02/2011	Halder	Gealan Group	Fenstersysteme	Tertiary Buy-out	AXA Private Equity	170
02/2011	Warburg Pincus	United Internet AG	Internet Service Provider	Buy-out	Börse	140
03/2011	Bridgepoint Capital	CABB GmbH	Chemie	Tertiary Buy-out	Axa Private Equity	

Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, BVK

Transaktionsvolumens, sondern auch die Zahl der weltweit abgeschlossenen Deals. Beflügelt durch die anhaltend gute Konjunktur und die stabilen Aktienmärkte hat sich der Markt aber wieder gefangen und nach oben gedreht, wie aus der M&A-Branche zu erfahren ist.

Sehr gute Erträge im Mittelstand

„Der weltweite Aufwärtstrend hat auch Deutschland erfasst, auch wenn er hier noch verhaltener ist als beispielsweise in den USA“, sagt Dr. Michael Drill, CEO der M&A-Investmentbank Lincoln International. Schließlich sei der Mittelstand doch relativ stark von der Krise betroffen gewesen, gerade auch exportabhängige Branchen wie Automobil sowie Maschinen- und Anlagenbau. Ebenso deutlich habe der Mittelstand aber das Tief hinter sich gelassen, nach verbesserten Geschäftszahlen 2010 seien nun auch für 2011 sehr gute Erträge zu sehen. Vor allem aber habe allgemein das Interesse an Unternehmensübernahmen wieder zugenommen. Drill: „Auf Käuferseite verfügen sowohl Großkonzerne als auch Finanzinvestoren über noch nie dagewesene Cash-Positionen.“



Dr. Michael Drill,
Lincoln International

Viel Geld in den Kassen

Europäische Großkonzerne verfügten nach Zahlen der Europäischen Zentralbank (EZB) über rund 500 Mrd. EUR an frei verfügbarem Cash in ihren Bilanzen, so Drill. „Sie haben in der Krise Investitionsvorhaben auf Eis gelegt und Schulden abgebaut. Nun können sie – ausgehend von einer stabilen Kapitalbasis – wieder zu Käufen übergehen.“ Aber auch mittelgroße Unternehmen seien wieder als potenzielle Käufer im Markt, nachdem sich ihre Liquidität nun erheblich verbessert habe. Zusätzlich zeigen sich auch die Finanzinvestoren wieder verstärkt auf der Bildfläche.

Anlagedruck ist groß

Pensionskassen, Fonds, Versicherungen und andere institutionelle Anleger sowie auch Family Offices müssen Geld anlegen – insofern haben Private-Equity-Fonds von Investoren in den vergangenen Jahren viel Geld einsammeln können. Für dieses Geld müssen nun Investmentmöglichkeiten gefunden werden. Nach der Zurückhaltung in den vergangenen Jahren ist der Anlagedruck groß. „Aus Sicht der Private-Equity-Branche ist Deutschland als Anlageland attraktiv, da hier die Penetrationsquote noch vergleichsweise niedrig ist“, erklärt Drill. Nur etwa 1,5% der Unternehmen seien in Private-Equity-Hand, während es beispielsweise in Großbritannien 5% seien. Der Mittelstand profitiere also dreifach: von sehr guten Geschäftszahlen, von hohen Anlagemitteln potenzieller Käufer und letztlich

Abb. 1: MidMax-Deal-Index und Gesamtdeals im deutschen Mittelstand



Quelle: Bundesverband Mergers and Acquisitions

auch davon, dass für einen großen Konzern eine mittlere bis kleinere Akquisition in der Regel leichter zu integrieren und somit weniger risikoreich ist als eine Mega-Übernahme.

Trendwende im 2. Halbjahr 2010

Den M&A-Trend im deutschen Mittelstand bildet der MidMax-Index ab, der vom Bundesverband Mergers and Acquisitions (BMA) berechnet wird. Aus der krisenbedingten Flaute seit 2009 sprang der Index im dritten Quartal 2010 kräftig auf 107 Punkte nach oben, nachdem er in den



Prof. Dr. Kai Lucks, Bundesverband Mergers and Acquisitions

Quartalen davor nur um etwa 60 bis 70 Punkte gependelt hatte. Seitdem ist das Tal durchschritten. Die Zahl der Transaktionen lag 2010 mit rund 1.060 um rund 10% höher als 2009. „Neben der breiten Erholung des M&A-Marktes ist zu beobachten, dass die Qualität der Deals besser geworden ist“, konstatiert Verbandsvorsitzender Prof. Dr. Kai Lucks. „Die Targets bleiben länger auf dem Radarschirm der Interes-

senten.“ Allerdings verwendeten Käufer auch mehr Zeit auf eine sorgfältige strategische Vorbereitung und auf die Due Diligence, als dies vor der Finanzkrise der Fall gewesen sei. Lucks: „Das gibt potenziellen Verkäufern Rückenwind, denn sie legen glänzende Planungen vor, mit der Konsequenz größerer Unternehmenswerte und hoher Kaufpreisforderungen.“

Belebung im weiteren Jahresverlauf

An dieser Stelle ist Geduld gefragt, so mancher Abschluss zögert sich immer weiter hinaus. „Ich denke, dass viele Mittelständler erst ab dem zweiten Halbjahr ihr Unternehmen zum Verkauf stellen werden – auf der Basis der Jahresabschlüsse von 2010“, meint auch Drill von Lincoln

International. „Einige standen in der Krise kurz vor dem Abgrund und möchten dies nicht noch einmal erleben. Insofern wollen manche bald verkaufen.“ Im weiteren Jahresverlauf ist deshalb nach Ansicht von Experten mit einem weiter anziehenden M&A-Geschäft zu rechnen. In diese Richtung geht auch die Erwartung von Stefan Constantin, Partner des Beratungsunternehmens C.H. Reynolds Corporate Finance: „Wir sehen, dass viele Transaktionen in Vorbereitung sind. Es hat in jüngster Zeit einige Beauty Contests bei Mittelständlern, größeren Konzernen und PE-Häusern gegeben.“

Käufer prüfen sehr genau

Bei den M&A-Beratern wird es immer wichtiger, sich in der jeweiligen Branche auszukennen bzw. sich auf eine begrenzte Zahl von Branchen zu fokussieren. Insgesamt dauern die Prozesse von der Anbahnung bis zum Abschluss eines Deals weiterhin deutlich länger als vor der Krise. „Käufer und Verkäufer warten lieber einen Tick länger, prüfen das Angebot und die Details nochmal, anstatt schnell abzuschließen“, berichtet Dr. Sabine Pittrof, Rechtsanwältin bei der Kanzlei Raupach & Wollert-Elmendorff. Aus ihrer Sicht handelt es sich momentan – angesichts voller Kassen bei den Käufern und begrenzten Angebots an guten Targets – um einen Verkäufermarkt.



Dr. Sabine Pittrof, Raupach & Wollert-Elmendorff

Mehr Details im Vorfeld verhandelt

Attraktive Mittelständler befinden sich somit in einer guten Verhandlungsposition. Käufer überstürzen aber ebenfalls nichts. Sie wollen nach wie vor möglichst wenig Risiko eingehen und sich schon vor Abschluss des eigent-

lichen Vertrags in einem „Letter of Intent“ Sicherheit über die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vom Verkäufer verschaffen. „Es werden zunehmend mehr Details im Vorfeld der konkreten Vertragsverhandlungen festgelegt“, so Pittrof. Neben Gewährleistungen sind dies vor allem Kaufpreisklauseln wie z.B. Earn-out-Regelungen oder Verkäuferdarlehen, die dazu dienen, Unterschiede in den Preisvorstellungen beider Seiten zu überbrücken. „Die Preisschere zwischen Käufern und Verkäufern ist immer noch da“, sagt Constantin. Das Bewertungsniveau sei im Vergleich zum Vorjahr bislang nur leicht gestiegen, im Jahresverlauf sei aber wegen besserer Jahresabschlüsse 2010 mit einem weiteren Anstieg zu rechnen.



Stefan Constantin,
C.H. Reynolds Corporate Finance

Höhere Qualität der Deals

Bei Nischenanbietern mit hoher Technikkompetenz und hervorragender Wettbewerbsposition sind nach Constantins Einschätzung die Käufer am ehesten bereit, etwas mehr zu zahlen. Dennoch schauten sie „extrem genau“ hin, bevor sie einen Abschluss tätigten. Insgesamt sei das Angebot wieder attraktiver: „Distressed-M&A ist für die meisten Käufer nicht mehr so interessant. Es gibt auch wieder Unternehmen im Markt, die nicht restrukturiert werden müssen.“ Constantin sieht in den Branchen Chemie und erneuerbare Energien, aber auch bei Automotiven, die sich schneller als erwartet aus der Krise erholt habe, gute Chancen für Deals in diesem Jahr. „Auch im Bereich Konsumgüter und Handel, insbesondere Outdoor, sehen wir zunehmende Aktivitäten.“ Bei den erneuerbaren Energien beobachtet auch BMA-Chef Lucks eine Belebung: in der Solarbran-

che zeichne sich eine Konsolidierungswelle ab.

Zyklische Branchen wieder gefragt

2010 waren – nach Branchen betrachtet – bei der Anzahl der Deals in Deutschland IT, Pharma und der Finanzsektor vorne. Eine deutliche Aktivitätszunahme gab es insbesondere bei Pharma und dem wieder erstarkten Maschinenbau sowie – mit leichten Abstrichen – im Chemiesektor. Für das laufende Jahr erwartet Drill zunehmend Transaktionen in den zyklischen Branchen, die stark vom Aufschwung profitieren. Insbesondere bei Automobilzulieferern und im Anlagenbau ebenso wie in Elektro und Chemie sieht er Nachholbedarf nach dem bisherigen „Deal-Stau“. Das Preisniveau ist seines Erachtens schon relativ hoch, es gehe jetzt darum, eine Einigung über die „nachhaltige Ergebniskraft“ gerade bei zyklischen Unternehmen zu finden. Außerdem gewinne die Sorgfaltspflicht bei der Due Diligence an Bedeutung. Deshalb dauerten Transaktionen heute auch häufig acht bis zwölf Monate.

Ausblick:

Bei weiterhin gut laufender Konjunktur wird sich der Aufwärtstrend im M&A-Markt aller Voraussicht nach im Jahresverlauf verstärken. Neben den Strategen dürften auch Private-Equity-Häuser wieder stärker auftreten – sie sind heute eher geneigt als früher, Minderheitsbeteiligungen einzugehen. Bislang betrifft ein Großteil der Transaktionen von PE-Häusern aber noch Secondaries and Tertiaries, also Unternehmensverkäufe von einem PE-Fonds an einen anderen. Banken geben zwar wieder leichter Finanzierungen als noch vor einem Jahr, aber meist werden noch 50% Eigenkapital verlangt. Es bleibt abzuwarten, ob es hier wieder eine Lockerung hin zu mehr Risiko – sprich: höhere Fremdfinanzierungen – geben wird.

Bernd Frank

redaktion@unternehmeredition.de