

M&A-Sentiment 2010

Die Expertenurfrage

Im vergangenen Jahr fielen spektakuläre Übernahmeveruche wie 2008/09 – beispielsweise Schaeffler/Conti, Commerzbank/Dresdner Bank oder Porsche/VW – aus. Wie wird sich der deutsche Markt 2010 entwickeln?

Dr. Michael Drill, CEO, Lincoln International:

Angesichts der nach wie vor begrenzten Euphorie an den Kapitalmärkten werden sich börsennotierte Unternehmen bezüglich sogenannter „transforming“ M&A-Deals zurückhalten. Vielmehr werden bei Großkonzernen, die meist über beträchtliche Cashreserven verfügen, kleinere, weniger risikoreiche Add-on-Akquisitionen auf der Tagesordnung stehen. Eine Ausnahme dürfte der Bankensektor darstellen: Hier erwarten wir aufgrund von EU-Auflagen und der allgemeinen Kernkapitalknappheit einen dringend gebotenen Konzentrationsprozess. Spektakuläre Übernahmen erwarten wir ebenfalls im Logistiksektor und in der Pharmaindustrie.



Dr. Michael Drill

Christian Grandin, Sprecher der Geschäftsführung, Alarius:

Auch im Jahr 2010 wird der M&A-Markt noch weit hinter dem Niveau von 2006 bis einschließlich 1. Halbjahr 2008 zurückbleiben. Eine Aufhellung des M&A-Umfelds ist zwar festzustellen, eine deutliche Besserung ist jedoch nicht vor dem zweiten Halbjahr 2010 zu

erwarten. Das ist stark abhängig von der wirtschaftlichen Gesamtentwicklung und der Erholung der Finanzierungsmärkte.

Andreas Thümmeler, Geschäftsführer, Corporate Finance Partners:

Die Märkte sind auch 2010 sehr volatil und schwer zu berechnen. Es gibt allerdings sehr viel aufgestaute Liquidität. Diese könnte sich u.a. auch im M&A-Sektor entladen, also möglicherweise bei interessanten Firmenübernahmen.

Dr. Florian Kästle, Partner, Baker McKenzie:

Der Markt wird wieder an Schwung gewinnen. Gut aufgestellte Industrieunternehmen haben die Finanzkrise hinter sich und ergreifen die Chancen der Marktkonsolidierung. Die Transaktionen werden nicht mehr finanzgetrieben, sondern auf operative Synergien ausgerichtet sein. Integration wird ein Top-Thema. Zu großen Fusionen wird es nur in Konstellationen mit starkem Konsolidierungsdruck kommen.

Arno Fuchs, Geschäftsführer, FCF Fox Corporate Finance:

Obschon die spektakulären Übernahmeveruche an der Börse aufgrund der Marktturbulenzen im letzten Jahr ausblieben, ist auf längere Sicht ein Trend zu einer steigenden Zahl solcher Transaktionen festzustellen. Der deutsche Kapitalmarkt wird hier zunehmend effizient und nähert sich dem angelsächsischen Marktgeschehen an. Auch wenn die 2008er Transaktionen hauptsächlich von deutschen Beteiligten ausgefochten wurden, so ist der Einfluss internationalen Kapitals in den Aktionariaten nicht mehr wegzudenken. Bei stabilerer Marktentwicklung sind daher für 2010 mehr Transaktionen – freundlich wie feindlich – zu erwarten.

M&A-SENTIMENT 2010: „SEHR VOLATIL UND SCHWER ZU BERECHNEN“

Gegenüber dem Vorjahreszeitraum blieb die M&A-Aktivität auch 2009 auf einem hohen Niveau von über 1.200 Transaktionen. Als deutliches Zeichen der Krise zeigte sich allerdings der Einbruch beim Volumen, das sich um gut ein Drittel auf 79 Mrd. EUR reduzierte. In den Boomjahren 2006 und 2007 waren es noch 150 und 180 Mrd. EUR. Wie sich der deutsche Markt 2010 weiter entwickelt, welche Impulse aus dem Mittelstand und von Finanzinvestoren zu erwarten sind und ob der Bereich

Distressed M&A seinen Stellenwert ausbauen wird, wollte das GoingPublic Magazin von M&A-Beratern und -Experten wissen. Bitte beachten Sie auch die weiteren Sentiments auf den Seiten 24 bis 28 (Kapitalmarkt), 48 bis 51 (Venture Capital und Private-Equity), 56 bis 58 (Private-Equity-Dachfonds) sowie 64 bis 66 (Turnaround).

Torsten Paßmann

Johannes Lucas, Managing Director, Acxit:

Diese drei genannten Transaktionen wiesen sicherlich ihre spezifischen Besonderheiten auf. Einige weitere Konzepte für ähnlich spektakuläre Transaktionen existieren bereits in vielen Schubladen. Wann und ob allerdings die Initialzündung hierzu erfolgt, ist aktuell nur schwer zu prognostizieren. Die vor allen Dingen finanzierungsbedingte Transaktionsunsicherheit



Johannes Lucas

löst sich im deutschen M&A-Markt nur langsam, was insbesondere im Large-Cap-Bereich deutlich wird. Zudem werden die aktuell diskutierten Unsicherheiten des Euro-Währungsraums sicherlich einen starken Einfluss auf das zukünftige Transaktionsgeschehen haben.

Aufgrund von Nachfolge- und Finanzierungsproblemen sind M&A-Transaktionen im Mittelstand seit Jahren auf einem konstanten Niveau. Eine massive Übernahmewelle ist bisher jedoch ausgeblieben. Welche Impulse erwarten Sie 2010 aus dem Mittelstand?

Dr. Michael Drill, CEO, Lincoln International:

Viele veräußerungswillige Eigentümer von Familienunternehmen haben ihre Verkaufspläne wegen der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise in den vergangenen 18 Monaten auf Eis gelegt. Dieser Deal-Stau dürfte sich Ende des Jahres auflösen, wenn die betroffenen Unternehmen im laufenden Jahr eine zufriedenstellende Geschäftsentwicklung verbuchen können. Viele Familiengesellschaften haben in der Wirtschaftskrise zudem feststellen müssen, dass sie als „Stand Alone Entity“ nicht optimal aufgestellt sind und eher früher als später einen neuen, finanzkräftigen Gesellschafterkreis benötigen.

Christian Grandin, Sprecher der Geschäftsführung, Alarius:

Auch 2010 wird es keine große Nachfolgelösung im Mittelstand geben. In oder nach Krisen reagieren Unternehmer auf sinkende Preise deutlich zurückhaltender als strategische Verkäufer. Üblicherweise haben sie mehrere Krisen in ihrem Unternehmerleben überstanden und werden daher eher abwarten, wenn nicht zwingende Gründe für einen Verkauf sprechen.

Andreas Thümmeler, Geschäftsführer, Corporate Finance Partners:

Ich denke, daran wird sich nicht viel ändern. M&A im Mittelstand ist eine sehr komplexe Thematik, allein durch die verzweigten Eigentümerstrukturen, Mitspracherechte und unterschiedlichen Interessen in den Familien. Es bedarf auch

extrem viel Vertrauen zu einem M&A-Berater seitens des Mittelständlers. Bevor es zu einer Transaktion kommen kann, müsste man dieses Vertrauen zuvor jahrelang aufbauen.

Dr. Florian Kästle, Partner, Baker McKenzie:

Starke M&A-Impulse aus dem Mittelstand erwarte ich nicht. Der Mittelstand ohne Zugang zum Kapitalmarkt wird die krisenbedingten Finanzierungsschwierigkeiten länger spüren und daher auf der Käuferseite ausfallen. Für einen M&A-Schub auf der Verkäuferseite fehlt es zum einen an einer breiten Nachfrage von der Bieterseite, und zum anderen herrschen noch prohibitive Preisvorstellungen.

Arno Fuchs, Geschäftsführer, FCF Fox Corporate Finance:

Es sind im M&A-Bereich für Transaktionen mit Beteiligung von Private-Equity-Investoren überraschend wenig Impulse zu erwarten. Solange Mittelständler nicht wegen handfester Gründe wie der Nachfolgethematik oder Konsolidierungsdruck verkaufen müssen, werden sie es nicht häufiger tun als in der Vergangenheit. Die meisten werden zuerst alle anderen Möglichkeiten ausschöpfen und lediglich als Ultima Ratio an Private Equity verkaufen. Das Finanzierungsthema ist hier ebenfalls als schwierig zu bezeichnen. Der Landesbankensektor steht für mittelgroße Akquisitionsfinanzierungen quasi nicht mehr zur Verfügung. Der Regionalbankensektor kann die geforderten Volumina in der Regel nicht erbringen. Blicke lediglich der Sektor der in- und ausländischen Geschäftsbanken. Hier sind jedoch die deutschen Mittelstandsbanken aufgrund ihrer Bilanz- und Eigenkapitalsituation eher vorsichtig und nur punktuell transaktionsbereit. Auslandsbanken kommen in diesem Bereich ebenfalls nur noch punktuell in Frage, es gibt hier glücklicherweise einige sehr gute und aktive Finanzierer.



Arno Fuchs

Johannes Lucas, Managing Director, Acxit:

Richtig. Die seit Jahren erwartete „Welle“ im Mittelstand ist bislang ausgeblieben. Wir sehen diese Thematik aber weniger als ein Problem der Finanzierung solcher Transaktionen. Vielmehr zögern viele Unternehmer den Zeitpunkt des „Loslassens“ lange hinaus. Diese Situation wird sich 2010 wohl kaum verändern.

Finanzinvestoren waren 2009 aufgrund mangelnder Refinanzierung weniger aktiv, strategische Investoren konnten dagegen investieren. Welche Bedeutung werden beide Gruppen 2010 einnehmen?

Dr. Michael Drill, CEO, Lincoln International:

Bei attraktiven, profitablen Unternehmen werden strategische Investoren im Vergleich zu Finanzinvestoren ganz klar

die Nase vorn haben. Die PE-Branche wird 2010 mit moderaten Verschuldungsgraden und verschlechterten Zinskonditionen zu kämpfen haben. Entsprechend wird sie bei vielen Deals nicht in der Lage sein, beim Kaufpreis mit Strategen mitzuhalten. Hingegen werden Finanzinvestoren bei angeschlagenen bzw. restrukturierungsbedürftigen Unternehmen nach wie vor eine große Bedeutung einnehmen. 2010 wird somit geprägt sein von Turnaround-Buyouts und weniger von „Schönwetter“-Buyouts, die insbesondere 2006, 2007 und im ersten Halbjahr 2008 auf der Tagesordnung standen.

Christian Grandin, Sprecher der Geschäftsführung, Alarius:

Sowohl Finanzinvestoren als auch strategische Käufer werden 2010 ihre M&A-Aktivität erhöhen. Die Finanzinvestoren werden mindestens im ersten Halbjahr 2010, ggf. auch noch länger, aufgrund der eingeschränkten Refinanzierungsmöglichkeiten nur sehr bedingt handlungsfähig sein. Transaktionen mit erheblichen positiven Kaufpreisen bleiben hier eher die Ausnahme, hingegen haben weiterhin die Restrukturierungsfonds Hochkonjunktur. Strategische Investoren, die aufgrund der unsicheren Märkte und Zukunftsaussichten noch zurückhaltend waren, werden mit sich zunehmend stabilisierenden Umweltbedingungen erheblich schneller in die Märkte zurückkehren und – zusätzlich zu Portfoliobereinigungen – wieder verstärkt strategische Akquisitionen vornehmen. Für Strategen existieren kaum Finanzierungsprobleme bei guten Transaktionen mit Synergiepotenzial.

Andreas Thümmler, Geschäftsführer, Corporate Finance Partners:

Beide Gruppen werden eine wichtige Rolle spielen, Strategen gegebenenfalls nach wie vor stärker noch als Private-Equity-Fonds. Zumindest solange die Leverage Multiples nicht ansteigen bzw. die Syndizierung von Fremdkapital schwierig bleibt.

Dr. Florian Kästle, Partner, Baker McKenzie:

Gut aufgestellte Finanzinvestoren mit wenigen Problemfällen im Portfolio werden in ausgewählten Situationen als Käufer zurückkommen. Das Schwergewicht des Marktes wird aber bei strategischen Investoren liegen – marktführende Unternehmen mit Kapitalmarktzugang, Strategen aus Fernost und zunehmend auch wieder aus den USA.



Dr. Florian Kästle

Arno Fuchs, Geschäftsführer, FCF Fox Corporate Finance:

Zu Transaktionen mit Private-Equity-Investoren hatte ich mich oben bereits skeptisch geäußert. Für M&A-Transaktionen zwischen zwei Mittelständlern – also Corporate-to-



Strategische Investoren zeigten sich 2009 aktiv, Finanzinvestoren hielten sich aufgrund mangelnder Refinanzierung zurück.

Corporate – ist eine steigende Aktivität zu erwarten. Unternehmen mit den Ratings „Investment Grade“ und „Near Investment Grade“ werden als Käufer agieren, um in ihrem jeweiligen Markt für eine Bereinigung unter den rating-schwachen Unternehmen zu sorgen und Marktanteile zu konzentrieren. Dies ist ein gesunder und längerfristiger Prozess und wird nach den Verwerfungen im Jahr 2009 zu einer ansteigenden Zahl von Transaktionen führen.

Johannes Lucas, Managing Director, Acxit:

Die Zeit der Finanzinvestoren wird wieder kommen. In den letzten Monaten wurden weltweit spezielle Milliarden-Fonds aufgelegt, die in zunehmende Sondersituationen (z.B. Eigenkapitalknappheit, Liquiditätsengpässe) investieren können und werden. Aufgrund der aktuellen Finanzierungsbedingungen für M&A-Transaktionen sehen wir allerdings gut positionierte strategische Investoren noch im Vorteil gegenüber den sich finanzierungsseitig neu aufstellenden Finanzinvestoren.

Welche Transaktionsgrößen sind im derzeitigen Umfeld realistisch? Wie schätzen Sie das aktuelle Bewertungsniveau ein?

Dr. Michael Drill, CEO, Lincoln International:

Auch 2010 werden wir Milliarden-Deals sehen. So verkauft derzeit etwa Siemens seine Hörgeräte-Sparte, die einen Wert von rund 2 Mrd. EUR aufweist. Dem Vernehmen nach sind hier strategische Käufer ganz klar im Vorteil; gleichwohl bieten auch größere Buyout-Fonds für diesen Deal. Unter Berücksichtigung der nachhaltigen, um Sonderfaktoren bereinigten Ergebnisse 2010 befindet sich das Bewertungsniveau auf einem fairen, durchschnittlichen Niveau. Das Thema „Distressed M&A“ wird in der zweiten Jahreshälfte an Bedeutung verlieren; zahlreiche Notverkäufe, die im vergangenen Jahr auf der Tagesordnung standen, wird es dann nur noch vereinzelt geben.



Christian Grandin

Christian Grandin, Sprecher der Geschäftsführung, Alarius:

Auch wenn besonders gute Unternehmen weiter hohe Bewertungsmultiples erzielen, sind absolut die Bewertungen aufgrund der schlechteren Unternehmensfinanzzahlen niedrig und verhindern – auch vor dem Hintergrund der Anschaffungskosten oder früherer Bewertungen – einen Abschluss. Der Größenordnung sind insbesondere bei Finanzinvestorentransaktionen durch die zur Verfügung stehende Bankfinanzierung stärker Grenzen gesetzt, während größere strategische Transaktionen durch häufig solide Bilanzen der Käufer oder über alternative Finanzierungsmöglichkeiten (z.B. Aktien-tausch) auch in hohen Volumina möglich sind.

Der Mid-Cap-Sektor wird sehr wahrscheinlich anziehen. Darauf scheint sich im Moment viel zu konzentrieren. Es gibt aber auch sehr viele interessante Small Caps, teils noch stark unterbewertet, die das Potenzial haben, organisch oder anorganisch zu Mid Caps zu werden. Das aktuelle Bewertungsniveau ist vernünftig. Unternehmensassets sollten stärker in den Fokus rücken, in dem Maße wie das Wertepotenzial bzw. die Wertbeständigkeit von beispielsweise Staatsanleihen stärker angezweifelt wird.

Andreas Thümmeler, Geschäftsführer, Corporate Finance Partners:

Der Mid-Cap-Sektor wird sehr wahrscheinlich anziehen. Darauf scheint sich im Moment viel zu konzentrieren. Es gibt aber auch sehr viele interessante Small Caps, teils noch stark unterbewertet, die das Potenzial haben, organisch oder anorganisch zu Mid Caps zu werden. Das aktuelle Bewertungsniveau ist vernünftig. Unternehmensassets sollten stärker in den Fokus rücken, in dem Maße wie das Wertepotenzial bzw. die Wertbeständigkeit von beispielsweise Staatsanleihen stärker angezweifelt wird.

Dr. Florian Kästle, Partner, Baker McKenzie:

Das hängt ab vom Segment des Transaktionsmarktes. Vom Restrukturierungs-Deal für 1 EUR bis knapp unter die Milliarden-Grenze ist alles drin. Transaktionen jenseits der Milliarde werden die Ausnahme bleiben. Der Bauch der industriellen Transaktionen wird bei 20 bis 50 Mio. EUR Enterprise Value liegen.

Arno Fuchs, Geschäftsführer, FCF Fox Corporate Finance:

Nach wie vor sind Transaktionen in allen Größenklassen möglich, insbesondere im Corporate-to-Corporate-Bereich werden die guten Firmen die schlechteren kaufen und werden diese Firmen auch finanzieren können. Im Private-Equity-Bereich wird auch aufgrund der schwierigen Finanzierungssituation mit den Banken relativ wenig passieren.

Johannes Lucas, Managing Director, Acxit:

Den Schwerpunkt der Transaktionen wird auch 2010 der Small- und Mid-Cap-Bereich bilden. Das Bewertungsniveau scheint sich mittlerweile in den ersten Branchen auf einem niedrigeren Level eingependelt zu haben. In anderen Branchen erwarten wir diesen Gesundungseffekt im Laufe des Jahres 2010.

Wird der Bereich „Distressed M&A“ seinen Stellenwert 2010 weiter ausbauen können?

Christian Grandin, Sprecher der Geschäftsführung, Alarius:

Distressed M&A wird zumindest im ersten Halbjahr 2010 einer der wichtigsten Treiber für Unternehmenstransaktionen bleiben. Das Ausmaß der Distressed-Transaktionen wird sich in den verschiedenen Branchen analog zur Erholungsgeschwindigkeit der einzelnen Wirtschaftsegmente reduzieren und durch ein entsprechendes Ansteigen von Transaktionen mit substanzial positiven Kaufpreisen ersetzt.

Andreas Thümmeler, Geschäftsführer, Corporate Finance Partners:

Derzeit gibt es sehr viele Unternehmen, die in einer „distressed“-Situation sind. Leider gibt es aber nicht ausreichend genügend Investoren, die wirklich Know-how in diesem schwierigen Segment haben. Viele Unternehmenskandidaten haben allerdings auch kein oder sehr wenig Potenzial auf einen Turnaround.



Andreas Thümmeler

Dr. Florian Kästle, Partner, Baker McKenzie:

Der Hype war 2009 größer als die tatsächlichen Deal-Aktivitäten. Strukturelle Probleme werden Distressed M&A auch 2010 behindern: Banken in Schockstarre, rechtliche Schwierigkeiten bei der Umsetzung von Loan-to-own-Strategien und Zurückhaltung der Investoren wegen unklarer Bewertungen. Daher erwarte ich zwar eine Reihe herkömmlicher Insolvenzverkäufe, aber keine gesteigerten Distressed-M&A-Aktivitäten.

Arno Fuchs, Geschäftsführer, FCF Fox Corporate Finance:

2009 war das Durchbruchjahr für den Distressed-Bereich des M&A-Marktes. Der Verkauf an Distressed-Käufer wird für schwache Firmen eine mögliche Lösung oder Alternative sein. Auch hier konkurrieren Private-Equity-Investoren mit strategischen Investoren, wobei ich glaube, dass die strategischen Käufer – aufgrund der fehlenden Finanzierungsmacht der Private-Equity-Branche – ihre Vorteile besser ausspielen können und daher deutlich häufiger zum Ziel kommen werden.

Johannes Lucas, Managing Director, Acxit:

Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen wird 2010 sicher nicht abnehmen. Zudem haben sich zahlreiche Restrukturierungsfonds aufgestellt, die Unternehmen bereits vor einer drohenden Insolvenz aufkaufen. Zählt man auch dieses Feld zu „Distressed M&A“, werden wir in den kommenden Monaten ein starkes Wachstum sehen. ■