

Der Dealstau löst sich

Von Dr. Michael Drill, CEO Lincoln International AG



Dr. Michael Drill
ist Vorstandsvorsitzender bei Lincoln International.

m.drill@lincolninternational.de

Veräußerungswillige Eigentümer, zahlreiche industrielle Käufer und Finanzinvestoren unter Anlagedruck: Gerade bei mittelgroßen Transaktionen wird sich die M&A-Aktivität in nahezu allen Branchen spürbar beleben.

Noch spiegeln sich die jüngsten positiven Konjunkturdaten zur deutschen Wirtschaft nicht in den einschlägigen M&A-Statistiken für 2010 wider. In den ersten acht Monaten dieses Jahres zeigen die deutschlandbezogenen Statistiken von

Thomson Financial mit rund. 1.180 angekündigten Transaktionen und einem Gesamtwert von gut 50 Milliarden Euro ein Niveau, das deutlich unter den Zahlen des Vorjahres liegt.

Wie 2009 ist das Fusions- und Übernahmegeschehen derzeit primär von defensiven Deals, das heißt Notverkäufen und Restrukturierungstransaktionen, geprägt. Beispiele hierfür sind der Ratiopharm-Verkauf der Merckle-Familie an die israelische Teva-Gruppe, der Verkauf der Privatbank Sal. Openheim an die Deutsche Bank oder die Suche eines neuen finanzkräftigen Eigentümers für Karstadt. Dagegen gab es im Vergleich zu den USA oder den Emerging Markets relativ wenige strategisch motivierte Zukäufe deutscher Großkonzerne. Prominente Beispiele hierfür sind die Akquisitionen des US-Biotechzulieferers Millipore durch Merck, die von Cognis durch die BASF oder die öffentliche Übernahme des britischen Transportunternehmens Arriva durch die Deutsche Bahn. Allerdings geht mit den vielerorts äußerst zufriedenstellenden Halbjahreszahlen zugleich auch eine deutliche Verbesserung der allgemeinen Stimmung in Bezug auf

Akquisitionen und Unternehmensverkäufe einher. Nach einem regelrechten Dealstau in den vergangenen 24 Monaten rechnet Lincoln International für Ende des Jahres 2010 in nahezu allen Branchen mit einer spürbaren Belebung der M&A-Aktivitäten.

Erfolgsaussichten verbessert

Viele Unternehmenseigentümer, die bereits seit längerem einen Exit geplant haben, dürften ab 2011 ein günstiges Zeitfenster für ihr Transaktionsvorhaben vorfinden. Dafür spricht, dass Budgets für 2010 in den vergangenen Wochen vielerorts nach oben revidiert wurden. Spätestens im Herbst sollte für die meisten Branchen eine hinreichende Plausibilität und Transparenz der Businesspläne 2010 und 2011 gewährleistet sein. Infolge der erfreulichen 2010er Zahlen werden in den kommenden Monaten voraussichtlich viele veräußerungswillige Eigentümerfamilien, Finanzinvestoren und Großkonzerne mit Hilfe von Investmentbanken strukturierte Veräußerungsprozesse aufsetzen. Schließlich haben sich für Verkäufer mittlerweile die Erfolgsaussichten im Hinblick auf Transaktionsicherheit und Kaufpreismaximierung deutlich verbessert. Mit entsprechenden bekanntgegebenen Transaktionen aus dieser Exitlawine ist daher zeitversetzt in den beiden ersten Quartalen des Folgejahres zu rechnen. Aus diesem einmaligen Nachholeffekt resultierend, dürfte sich in den Jahren

2011 und 2012 die Anzahl der Deals mindestens auf dem Niveau der Boommärkte 2006 und 2007 bewegen. Diese Erwartung deckt sich auch mit der Erfahrung aus Gesprächen zwischen Unternehmenseignern und Investoren, die seit dem Sommer geführt werden.

Im Mittelpunkt des Geschehens an den M&A-Märkten werden primär mittelgroße Transaktionen stehen. Dagegen bergen große strategische Milliarden deals auf dem Wege des Aktientauschs für viele Publikums-AGs durch anhaltend volatile Börsenkurse, zunehmend kritische Aktienanalysten und aktive Hedgefonds nach wie vor schwer einzuschätzende Risiken.

Auf der Verkäuferseite werden neben Familiengesellschaften ebenfalls Finanzinvestoren und größere Konzerne auftreten. Für die Jahre 2011 und 2012 ist davon auszugehen, dass Private-Equity-Häuser etwa 250 Exits

bei deutschen Beteiligungen mit einem Unternehmenswert von über 25 Millionen Euro durchführen. Bei den DAX- und MDAX-Unternehmen werden für den gleichen Zeitraum neben dem Verkauf von klassischen Non-Core-Aktivitäten etwa 40 sogenannte Equity-Carve-outs für unterdurchschnittlich profitable Geschäftsbereiche erwartet. Schließlich können es sich viele Publikums-AGs aufgrund des starken Drucks aktiver Großaktionäre nicht mehr leisten, Wertsteigerungsmaßnahmen und Portfolioarrangierungen auf die lange Bank zu schieben.

Vorstände unter Druck

Auf der Käuferseite werden primär in- und ausländische Großkonzerne auftreten. Viele haben in der Wirtschaftskrise ihre Hausaufgaben mit Bravour bewältigt und verfügen wieder über umfangreiche Cashbestände.

Zehn Thesen zur Zukunft des deutschen M&A-Marktes 2011 und 2012

1. Strategisch motivierte Transaktionen werden im Vordergrund stehen, nachdem 2009 und 2010 defensive Notverkäufe und Distressed Situations den M&A-Markt prägten.
2. Die Qualität der Zielunternehmen, gemessen an ihrer Profitabilität, wird deutlich höher liegen.
3. Bewertungsmultiplikatoren werden infolge einer verbesserten Sichtbarkeit der Geschäftspläne sowie rückläufiger Kapitalkosten (aktuell niedriges Zinsniveau) spürbar steigen.
4. Ein Großteil der Transaktionen wird im sogenannten Mid-Cap-Segment (Unternehmenswerte in einer Bandbreite von 25 bis 500 Millionen Euro) stattfinden; Large-Cap-Deals mit einem Transaktionsvolumen von 1 Milliarde Euro oder mehr werden weiterhin die Ausnahme sein.
5. Weitgehend alle Industrien werden von M&A betroffen sein, wobei der Anteil konjunkturabhängiger Branchen wieder zu Lasten der derzeit aktiven konjunkturunabhängigen Branchen zunehmen wird.
6. Der Anteil grenzüberschreitender Transaktionen wird von derzeit gut 50 auf etwa 70 Prozent steigen, wobei deutsche Unternehmensverkäufe an ausländische Investoren häufiger vorkommen werden als Auslandsakquisitionen deutscher Konzerne.
7. Wichtigste Käufer- und Targetnation für deutsche Unternehmen bleiben die USA. Der Anteil der Transaktionen, an denen Unternehmen aus Schwellenländern beteiligt sind, wird zunehmen.
8. Der Anteil von Private Equity auf der Investorenseite werden bei Transaktionen mit einem Volumen von mindestens 25 Millionen Euro von gegenwärtig etwa 10 Prozent auf 15 bis 20 Prozent steigen.
9. Angebot und Nachfrage auf dem Markt für Unternehmenskontrolle werden sich wieder verstärkt die Waage halten; die derzeit relativ starke Verhandlungsposition von Unternehmenskäufern wird abnehmen.
10. Die M&A-Aktivität wird sich mit etwa 1.600 Transaktionen auf einem ähnlich hohen Niveau wie in den Jahren 2006 und 2007 bewegen.

Gemäß Schätzungen einer großen Investmentbank liegen bei börsennotierten Gesellschaften weltweit über 2.000 Milliarden Euro überschüssige Finanzmittel in den Konzernbilanzen. Bei europäischen Publikumsaktiengesellschaften betragen diese freien Mittel etwa 500 Milliarden Euro. Die Vorstände werden somit nach dem Investitionsstopp der letzten Jahre verstärkt unter Druck geraten, dieses Geld in Akquisitionen zu investieren, um zusätzliche Ergebnisbeiträge zu sichern. Umfangreiche Aktienrückkäufe oder hohe Dividendenausschüttungen erscheinen nur in Ausnahmefällen realistisch. So kündigte jüngst zum Beispiel IBM an, in den kommenden fünf Jahren 20 Milliarden US-Dollar für Übernahmen ausgeben zu wollen. Industrielle Käufer werden mit ihren komfortablen Finanzierungsspielräumen primär mittelgroße Add-on-Akquisitionen angehen. Letztere sind in der Regel relativ risikolos und zudem einfacher zu integrieren als große, risikoreiche Elefantenhochzeiten.

Ausländische industrielle Käufer kommen künftig, nicht zuletzt wegen des schwachen Euro, verstärkt aus Amerika und Asien – primär aus Japan. Insgesamt wird erwartet, dass in den kommenden Jahren etwa 70 Prozent aller M&A-Deals mit einem Transaktionsvolumen von über 25 Millionen Euro einen Cross-Border-Charakter aufweisen werden. Eine größere Bedeutung sowohl als Käufer- als auch als Targetnationen werden in den kommenden Jahren die BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China) einnehmen. Unternehmen aus diesen Schwellenländern entwickeln offenbar deutlich schneller Zuversicht in Fusionen und Akquisitionen als ihre Wettbewerber in den Industrienationen. Letztere verhalten sich noch eher relativ zurückhaltend angesichts der Ungewissheit einer möglichen Fortsetzung der Rezession und der Schuldensituation vieler Staaten.

30 Milliarden Euro stehen bereit

Finanzinvestoren werden dank der sich wieder öffnenden Finanzierungsmärkte insbesondere bei solchen Unternehmen zum Zuge kommen, für die es keine offensichtlichen Wettbewerber mit entsprechend hohen Synergien gibt. Gemeint sind hier in der Regel mittelgroße und international tätige Unternehmen, die in ihren jeweiligen Nischensegmenten über führende Marktpositionen und technologisches Know-how verfügen. So stehen gemäß einer aktuellen Studie des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) in den kommenden Jahren über 30 Milliarden Euro für Investitionen in deutsche Unternehmen bereit. In der Mehrzahl der Fälle werden sich bei limitierten Auktionen aber ganz klar strategische Käufer durchsetzen. Trotz des immensen Anlagedrucks in der Private-Equity-Branche und des verbesserten Finanzierungsumfeldes bei Banken sind Finanzinvestoren nicht in der Lage, beim Kaufpreis mit industriellen Investoren mitzuhalten. Eine Ausnahme stellen Buy-~~et~~-Build-Strategien für Portfoliounternehmen dar, die sich in den Händen von Private Equity befinden. Hier werden Finanzinvestoren aufgrund der Synergien und im Hinblick auf verfolgte Exitstrategien zuweilen als aggressive Käufer auftreten.

Insgesamt hängt die Entwicklung des deutschen M&A-Marktes stark von makroökonomischen Faktoren wie Konjunkturerwicklung, Exporten und Wechselkursen ab. In einem Basisszenario, das einen sogenannten Double Dip für die deutsche Volkswirtschaft ausschließt, erwarten wir, dass sich 2011 und 2012 die Anzahl der M&A-Deals in etwa auf dem Niveau der vergangenen Boomjahre bewegen wird.