

Christoph Schalast (Hg.)

Aktuelle Aspekte des M&A-Geschäftes

Jahrbuch 2010

Banking & Finance aktuell | Band 41



Frankfurt School
Verlag

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	III
Der Markt für M&A in Deutschland – Normalisierung nach der Finanz- und Wirtschaftskrise?	1
<i>Christoph Schalast/Nicole Hahn</i>	
Shop to Swap Debt-Equity-Swap und Forum Shopping	15
<i>Martin Heidrich</i>	
Beurteilung und Bewertung von Pensionsverpflichtungen im Rahmen von Mergers & Acquisitions	47
<i>Janis Leckschas</i>	
Private Equity Minderheitsbeteiligungen – Wertsteigerungskonzepte und Einflussnahmemöglichkeiten	83
<i>Sebastian Lemm</i>	
Einfluss- und Gestaltungsmöglichkeiten eines potentiellen Erwerbers auf das Targetunternehmen zwischen Signing und fusionskontrollrechtlicher Freigabe	115
<i>Jan Bovermann</i>	
Compliance im M&A Bereich beim Sector Industry der Siemens AG	153
<i>Thomas Hofmann</i>	
Strategisches in-house M&A im Privatkundengeschäft der Deutschen Bank – Target Screening mit Hilfe des M&A Assessment Filters	169
<i>Till Staffeldt/Hanno Dachwitz</i>	
Finanzierungsalternativen und Veränderungen im Jahr 2009 für M&A sowie Private Equity	181
<i>Michael Keller</i>	

Finanzierungsalternativen und Veränderungen im Jahr 2009 für M&A sowie Private Equity

Michael Keller

1 Einleitung

2 Differierende Finanzierungsquellen für unterschiedliche Segmente

2.1 Überblick

2.2 Klassische Finanzierungsformen

2.3 Alternative Finanzierungsformen

3 Das Jahr 2009 – Wandel in der Unternehmenskultur

4 Investorengruppen im Jahr 2009

4.1 Private Equity

4.2 Strategische Investoren auf dem Vormarsch

5 Spin-offs und Distressed Investments als Treiber des M&A-Marktes in 2009

5.1 Spin-offs

5.2 Distressed Investments

6 Zusammenfassung und Ausblick

1 Einleitung

Der Artikel soll zunächst einen Überblick über die klassischen sowie die neuen, alternativen Finanzierungsmethoden geben. Ziel ist es, zu definieren, welche Finanzierungselemente in den Marktsegmenten genutzt werden. Hierbei findet eine Unterteilung in kleinere und mittlere sowie in große Gesellschaften statt. Aufgrund der Besonderheiten innerhalb der Segmente sind sowohl Überschneidungen festzustellen als auch Unterschiede klar erkennbar.

Im weiteren Verlauf sollen insbesondere die Bereiche M&A und Private Equity beziehungsweise strategische Investoren in den Vordergrund rücken. Vor dem Hintergrund des in der Wirtschaftsgeschichte besonderen Jahres 2009 und den teilweise drastischen Änderungen im Bankensektor, aber auch im allgemeinen Wirtschaftsleben wird dargestellt, welche Veränderungen sich hieraus auf den M&A-Markt ergeben.

Veränderungen in der Unternehmenskultur/-ausrichtung tragen zu weitreichenden Veränderungen auf den M&A-Märkten bei. Der Private Equity Markt steht vor einem Umbruch, der bislang häufig genutzte Leverage Effekt verliert aufgrund der neuen Bedingungen beziehungsweise des Umfeldes an Bedeutung. Strategische Investoren gewinnen an Bedeutung. Finanzierungselemente verschieben sich. Diesen Veränderungen soll Rechnung getragen und die Tendenzen erfasst und diskutiert werden.

2 Differierende Finanzierungsquellen für unterschiedliche Segmente

2.1 Überblick

Es existiert eine Vielzahl an unterschiedlichen Finanzierungselementen, die Unternehmen nutzen können. Die nachfolgende Abbildung soll die Relevanz der Finanzierungselemente zunächst veranschaulichen.

Abbildung 1: Differierende Finanzierungsquellen

Differierende alternative Finanzierungsquellen für unterschiedliche Segmente			
Kleine und mittelgroße Gesellschaften			
Private Equity	IPO	Projektgesellschaften	Family Offices
Fremdkapitalgeber	Distressed Debt Investoren	Strategische Investoren	HedgeFonds
Große Gesellschaften			
Private Equity	IPO/ Secondary	Projektgesellschaften	Family Offices
Fremdkapitalgeber	Distressed Debt Investoren	Strategische Investoren	HedgeFonds
Legende:			
Absolute Relevanz	Eingeschränkte Relevanz		

Prinzipiell bleibt festzustellen, dass alle hier genannten Finanzierungsalternativen für sämtliche Unternehmen verfügbar sind. Jedoch sind einzelne Alternativen gerade für kleinere und mittlere Gesellschaften von eingeschränkter Relevanz. Woran liegt das?

Zur Beantwortung dieser Frage werden wir zunächst klären, warum prinzipiell alle Elemente für alle Unternehmen in Frage kommen. Investoren, und seien es nur Kapitalgeber, streben nach Rendite. Sofern sich ein ausgewogenes Chance-Risiko-Verhältnis für das Finanzierungsobjekt ergibt, sind Investoren bereit, für eine entsprechende Entlohnung (Rendite) Kapital bereitzustellen beziehungsweise Anteile an der Gesellschaft (Target) zu übernehmen. Hierzu bedarf es einer genauen Analyse des Targets sowie der entsprechenden Branche. Alleine aufgrund der Größenklassen der Targets und der zu investierenden Geldbeträge seitens der Investoren ergeben sich erste Restriktionen.

IPO

Aktuell sind die Kapitalmärkte nicht aufnahmefähig für neue Unternehmen. Selbst im Bereich der Kapitalerhöhungen (Secondaries) sind heute nur mit großem Aufwand zufriedenstellende Ergebnisse erzielbar. Sicherlich werden immer wieder kleine Gesellschaften den Sprung an die Börse wagen, jedoch wird es auf absehbare Zeit für den überwiegenden Teil keine Finanzierungsalternative darstellen. Demgegenüber wird sich mit Beruhigung der Turbulenzen für große Gesellschaften die Situation normalisieren und Kapitalmarkttransaktionen ermöglichen.

Projektgesellschaften

Projektgesellschaften finanzieren einzelne Investitionsvorhaben von Unternehmen. Da der Arbeitsaufwand für Projektgesellschaften nicht exponentiell mit der Größe der Finanzierung korreliert, neigen Projektgesellschaften dazu, eher mittlere sowie größere Projekte umzusetzen. Deshalb ergibt sich insbesondere für kleinere Gesellschaft eine stark eingeschränkte Relevanz.

Hedge Fonds

Typischerweise investieren Hedge Fonds in börsennotierte Gesellschaften – größtenteils zur Spekulation und nicht zu Finanzierungszwecken. Jedoch ist ein Zusammenhang zwischen Aktienkursentwicklung (Equity) und Einstieg von Hedge Fonds zu erkennen.

Distressed Debt Investoren

Restrukturierungs- und Sanierungsfälle, insbesondere Insolvenzen gehören zum Kerngeschäft von Distressed Debt Investoren. Je kleiner das Target, desto weniger Assets sind üblicherweise bilanziert, was insoweit mangels Masse dazu führt, dass Distressed Debt Investoren zu größeren Targets neigen. Wichtig ist hierbei die Bilanzstruktur sowie mögliche Reserven im Zuge des Erwerbs. Typischerweise werden hierbei Asset Deals durchgeführt.

2.2 Klassische Finanzierungsformen

KMU und der Mittelstand können hierfür in der Regel nicht auf den organisierten Kapitalmarkt zugreifen. Sie sind daher zum Teil auf die klassische Eigen- und Fremdfinanzierungsmethoden angewiesen.¹ Die Verfügbarkeit von Eigenkapital ist jedoch die Voraussetzung für den Zugang zu Fremdkapital, da das Eigenkapital für die Erfüllung aller Verbindlichkeiten des betreffenden Unternehmens haftet und damit die Kreditausfallwahrscheinlichkeit begrenzt.² Zum Fremdkapital für KMU und Mittelstand zählen Bank- oder Lieferantenkredite, Obligationen oder auch Schuldscheindarlehen. Die Fremdfinanzierung deutscher KMU lief bis vor wenigen Jahren hauptsächlich über Kredite ihrer Hausbanken. Im Mittelstand gilt, dass die Kreditfinanzierung über Banken und Sparkassen 91 % des Fremdkapitals beträgt.³ Die Eigenfinanzierung ist für die Mehrheit

¹ Vincenti, A./Hollmann, S. (2009): Basel II und die Kreditklemme für den Mittelstand – Eine Bestandsaufnahme. In: Finanz Betrieb, 11. Jahrgang, 6/2009, S. 303–310.

² Werner, H.S. (2006a): Eigenkapitalfinanzierung, 1. Auflage, Köln 2006.

³ Krämer, W. (2003): Mittelstandsökonomik, München 2003.

der KMU und Mittelständler noch immer die wichtigste Form der Kapitalbeschaffung. Im Rahmen der Innenfinanzierung geschieht dies über die Einbehaltung von Gewinnen.

Der Aufbau des Eigenkapitals ist auch durch die Aufnahme neuer Gesellschafter unter Berücksichtigung einer Kapitalerhöhung möglich und für diverse Unternehmen überlebenswichtig. So verweist Lützner darauf, dass die Nachfrage nach soliden Eigenkapitalpartnern in den letzten Jahren gestiegen ist, obgleich die Bedenken, unternehmerische Entscheidungen nicht mehr alleine treffen zu können, bestehen bleiben. Eine sorgfältige und detaillierte Prüfung und die Auswahl der potentiellen Investoren, mit denen weitere Gespräche geführt werden sollen, ist eine besonders wichtige Entscheidung der bisherigen Inhaber. Zudem kann jedoch neben dem Beteiligungskapital ein Zusatznutzen durch den neuen Gesellschafter entstehen. Dieser kann für ein Unternehmen in dem spill-over von Management Know-how, der Bereitstellung von Netzwerken und der Unterstützung bei der Finanzstrukturierung und strategischen Aufgabenstellungen bestehen. Außerdem stehen auf Managementebene weitere Gesprächspartner zur Verfügung.⁴

2.3 Alternative Finanzierungsformen

Die im vorangegangenen Kapitel beschriebenen Finanzierungsinstrumente haben sich über viele Jahre bewährt und bieten für Unternehmen jeglicher Größe und Rechtsform auch weiter die Möglichkeit, sich Kapital zu beschaffen. Durch die voranschreitende Globalisierung der Märkte sowie den Strukturwandel kamen neue Finanzierungsformen auf, von denen die Wichtigsten für KMU und den Mittelstand im Folgenden dargestellt werden.

Die Eigenkapitalschwäche deutscher Unternehmen hat mit der Einführung von Basel II mehr Aufmerksamkeit erlangt. Mezzanine-Kapital kann diese Eigenkapitallücke beseitigen.⁵ Als hybrides Finanzierungsinstrument vereint es Eigenfinanzierungselemente (Equity Mezzanine) und Fremdfinanzierungselemente (Debt Mezzanine) und kann dem wirtschaftlichen Eigenkapital zugerechnet werden, ohne den Kapitalgebern umfangreiche Stimmrechte bzw. Einflussmöglichkeiten einzuräumen. Da es als eigenkapitalähnliche Finanzierungsquelle vorteilhaft für die Bilanzrelationen und das Bonitätsurteil der Ratingagenturen ist, stellt es eine attraktive Alternative zu klassischen Finanzierungs-

⁴ Lützner, J. T. (2009): Beteiligungskapital – (K)Ein neuer Ausweg für den Mittelstand! In: hdvb-Mitglieder-Magazin des Bundesverbandes Deutscher Volks- und Betriebswirte e.V., 2/2009, S. 16.

⁵ Brezski, E. (2006): Der Markt für Mezzanine Kapital in Deutschland. In: Bösl, K. et. al. (Hrsg): Mezzanine Finanzierung, 1. Auflage, München 2006, S. 13–21.

arten dar. Dabei gibt es eine Vielzahl an Mezzanine-Instrumenten, die sehr flexibel hinsichtlich ihrer konkreten Ausgestaltung sind und individuell auf die Bedürfnisse und die Finanzlage des Kapitalsuchenden zugeschnitten werden können.⁶

Als Programm-Mezzanine werden Modelle verstanden, die das Eigenkapitalrisiko über Collateralized Debt Obligations [CDO] verbriefen und an den Kapitalmarkt weitergeben. Die CDOs wurden somit zum Mitverursacher der Finanzmarktkrise, die den Programm-Mezzanine-Markt schneller zerstörte als er entstanden war. Gemessen am Gläubigerschutz ist die Mezzanine-Finanzierung im Insolvenzfall dem Fremdkapital zuzurechnen. So stellen die Zinsen für Mezzanine-Kapital steuerrechtlich Betriebsaufwand dar und sind abzugsfähig.⁷ Die Mezzanine-Finanzierung ist für KMU und mittelständische Unternehmen geeignet, die eine Wachstumsfinanzierung suchen, über stabile Cash-Flows verfügen, aber eine dünne Eigenkapitaldecke aufweisen. Es bleibt festzustellen, dass die zur Zeit geringe Unterstützung der Banken bei der Mittelstandsfinanzierung und der gleichzeitige Zusammenbruch des Mezzanine-Marktes die Probleme der Kapitalbeschaffung von KMU und mittelständischen Unternehmen verschärft haben. Eine kurz- bis mittelfristige Erholung ist bislang nicht abzusehen.

Im Zusammenhang mit der Verbesserung der Eigenkapitalbasis hat Private Equity (PE) in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen, verfügen die Beteiligungsgesellschaften doch zur Zeit über umfangreiche Kapitalmittel.⁸ Unter PE in dem hier gemeinten Sinne wird die zeitlich begrenzte Bereitstellung von Eigenkapital verstanden. Als Gesellschafter auf Zeit erhalten sie Informations- und Mitspracherechte. Ihr Interesse konzentriert sich auf die erzielbare Eigenkapitalrendite zum Ende der Beteiligung bzw. auf die gewinnbringende Veräußerung der Unternehmensanteile. Ein Minderheitsbeteiligungsverhältnis stellt nicht nur notwendiges Eigenkapital zur Verfügung, es wird auch von der fachlichen Unterstützung des neuen Gesellschafters und seines Netzwerkes profitiert. Die Minderheitsbeteiligung wird häufig durch den Rückkauf der Anteile seitens der Mehrheitsgesellschafter beendet. Zur Zeit sehen sich die wenigen etablierten Anbieter von Minderheitsengagements einer steigenden Nachfrage gegenüber.⁹ Als Lückenfüller für die 2011 auslaufenden Programm-Mezzanine-Finanzierungen wird die Minderheitsbeteiligung an Attraktivität dazu gewinnen. Der derzeitige Trend führt darüber hinaus ohnehin zu kleineren Transaktionen.

⁶ Oehlert, A./Kohlert, D./Linn, A. (2009): Auswirkungen der internationalen Finanzsystemkrise auf KMU. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 7, Juli/2009, S. 380–383.

⁷ Ebenda.

⁸ Höppner, D. (2009): Im Angesicht der Finanzkrise – Private Equity als Finanzierungsinstrument für den Mittelstand. In: Unternehmeredition, April/2009, S. 76–77.

⁹ Niederle, C./Schönert, F. (2009): Eine Brücke, die trägt – Minderheitsbeteiligungen als alternatives Finanzierungsinstrument. In: Unternehmeredition, April/2009, S. 80–81.

Im Gegensatz zu PE-Gesellschaften, die sich mit bereits etablierten Unternehmen beschäftigen, fokussieren sich Venture Capital-Gesellschaften (VC) auf junge, innovative und wachstumsstarke Unternehmen. VC-Gesellschaften beschaffen sich zumeist Kapital von Banken und Versicherungen, das in einen Fonds eingezahlt wird und stellen dieses den Unternehmen zur Verfügung.

In den letzten Jahren konnte sich Leasing als eine Finanzierungsalternative, um dennoch wichtige Investitionen tätigen zu können, weiter etablieren. Diese Entwicklung untermauert auch eine Analyse des Ifo-Instituts, wonach sich der Leasinganteil an der Außenfinanzierung der Investitionen in 2007 auf fast 54 % belief. In 2008 umfasste das Leasingvolumen in der Bundesrepublik 57,1 Mrd. Euro, der größte Teil davon entfiel mit 51,5 % auf Fahrzeuge, Maschinen, und betriebliche Einrichtungen oder Computertechnik. Kunden der Leasinggesellschaften sind meist mittelständische Unternehmen. Dabei ist Leasing für Unternehmen aller Größenordnungen und nahezu allen Objekte, also auch für KMU, geeignet.¹⁰ Beim Leasing wird dem Leasingnehmer durch vertragliche Vereinbarung das Recht eingeräumt, den Leasinggegenstand gegen Zahlung von regelmäßigen periodischen Leasingraten zu nutzen. Die Anschaffung von Vermögensgegenständen bindet in Abhängigkeit von der Finanzierungsart entweder Eigenkapital oder Fremdkapital und wirkt sich negativ auf die Liquidität aus. Durch Leasing bleibt das Unternehmen liquide und stärkt seine Bonität. Außerdem können die Leasingraten meist aus den mit dem Einsatz der geleasten Gegenstände erzielten Erträge bedient werden (Pay as you earn-Effekt). Des Weiteren können die Zahlungsströme der Leasingraten und damit die Kosten im Unternehmen genau geplant werden. Die Leasingraten sind zudem als Betriebsausgaben steuerlich voll absetzbar. Letztlich kann ein Unternehmen immer auf den neuesten Stand der Technologie zurückgreifen, werden die meisten Leasingverträge doch mit kurzen Laufzeiten abgeschlossen.¹¹ In diesem Zusammenhang ist auch das Sale-and-lease-back-Verfahren für KMU und Mittelstand von Interesse. Hier veräußert das Unternehmen die jeweiligen Wirtschaftsgüter an eine Leasinggesellschaft (sale) und least diese wieder zurück (lease back). Ziel dieses Verfahrens ist die Freisetzung des in den Wirtschaftsgütern gebundenen Kapitals. Daher werden meist Immobilien und ganze Maschinenparks diesem Prozess unterzogen.

¹⁰ Westebbe, F. (2009): Leasing statt Kauf – Wichtige Investitionen auch in Krisenzeiten möglich machen. In: *Unternehmeredition*, April/2009, S. 60–61.

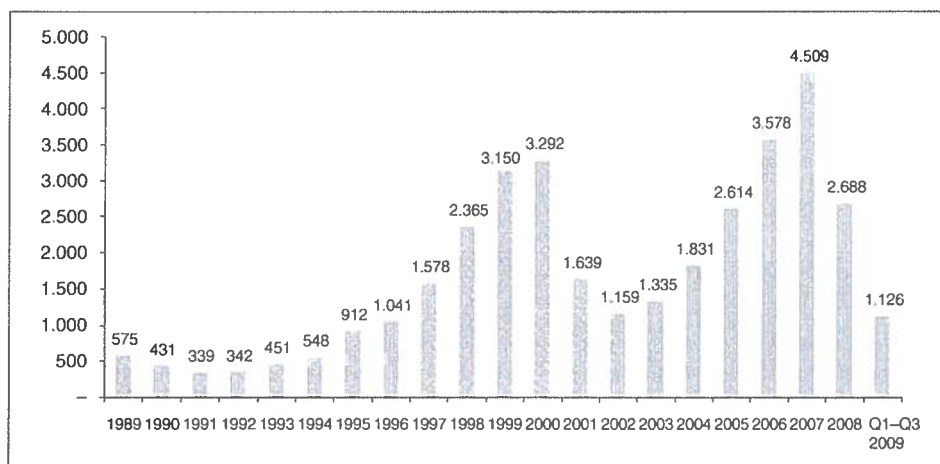
¹¹ Werner, H.S. (2006a): *Eigenkapitalfinanzierung*, 1. Auflage, Köln 2006, S. 199.

3 Das Jahr 2009 – Wandel in der Unternehmenskultur

Das Jahr 2009 stellt in der Geschichte der Finanz- und Wirtschaftsmärkte etwas Besonderes dar. Die vielzitierte und diskutierte Finanz- und Wirtschaftskrise veranlasste eine Vielzahl, wenn nicht alle Unternehmen seit dem Ausbruch im Spätsommer 2008 zum Umdenken in der Unternehmenskultur.

In den letzten 20 Jahren fanden 2 M&A-Wellen statt. Während beide Wellen unterschiedliche Zielsetzungen verfolgten – die 1990er Jahre waren geprägt vom Diversifikationsgedanken, die 2000er Jahre von der Besinnung auf die Kernaktivitäten – so hatten Sie doch eine Gemeinsamkeit. Es wurden Unternehmen akquiriert und veräußert. Die M&A-Volumina stiegen in beiden Wellen deutlich an und wurden durch Krisen (2001: Terroranschläge; 2008: Ausbruch der Subprime Krise) beendet.

Abbildung 2: Entwicklung des weltweiten M&A-Volumens in Mrd. US\$



(Quelle: Thomson Reuters)

Der Drang von Unternehmen nach weiteren Absatz- und Umsatzzielen fand im laufenden Jahr 2009 ein Ende. Mittelfristig werden sich die Märkte sicherlich wieder erholen und eine weitere M&A-Wellen wird sich anschließen.

Die Rahmenbedingungen seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise haben sich verändert. Liquidität ist hierfür das Schlagwort, welches die aktuelle Situation am besten beschreibt. Aufgrund der weltweiten Bankensituation (Interbankenmarkt, Wegfallen einzelner Kreditinstitute als Finanzierungsbank von Transaktionen) wurden in 2009 weniger Fremdfinanzierungen für M&A-Vorhaben vergeben. Dies wird auch daran

deutlich, dass die Anzahl der Mega-Deals nahezu vernachlässigbar ist. Sofern solche Transaktionen stattfanden, waren diese primär im Bankenmarkt angesiedelt. Exemplarisch hierfür sind in der nachfolgenden Abbildung einige Transaktionen genannt.

Abbildung 3: Exemplarische Transaktionen in der Bankbranche

Bidder	Target	Deal Value (\$m)
Bank of America Corp.	Merrill Lynch	44.340
Lloyds TSB	HBOS plc	22.790
Westpac Banking Corp.	St. George Bank Ltd.	17.936
Commerzbank AG	Dresdner Bank AG 14.412	
Government of Singapore	Citigroup Inc	9.880
Investment Corporation Pte Ltd; and Kuwait Investment Authority	(undisclosed economic interest)	
CME Group Inc	NYMEX Holdings Inc	9.504
Arcofin CV;	Dexia Group (34.39% stake)	8.455
Brussels Capital Region; Caisse des Depots et Consignations; Ethias Group; Flanders region; Gemeentelijke Holding NV; Government of Belgium; Government of France; and The Walloon region		
Credit Mutuel SA	Citibank Privatkunden AG & Co	7.809
National Bank of Denmark	Roskilde Bank A/S	7.450
Interros Company	KM Invest ZAO (50% stake)	7.383

Gerade der Wegfall des Interbankenmarktes und diverser Kreditinstitute als Finanzierer von Unternehmen zusammen mit der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung zeigt eine deutliche Abkehr der Unternehmen von den langjährigen Zielen Unternehmenswachstum und Ertragsmaximierung. Die Sicherung der Liquidität, krisenfeste Kapitalstrukturen sowie gegebenenfalls die Anpassung der Kostenstruktur an das neue Umsatzniveau wurden im Jahr 2009 als neue Maxime der Unternehmensführung ausgerufen. All dies geschieht vor dem langfristigen Ziel des Shareholder Valuc. Dieser Grundwert der Unternehmensführung, der insbesondere die Unternehmen seit Mitte der 1990er Jahre prägt, bleibt unverändert bestehen. Somit ist die Finanz- und Wirtschaftskrise auf Unternehmensseite Treiber für Prozesse, die den M&A-Markt deutlich beeinflussen. Auf der anderen Seite beeinflusst die Krise ebenso die Investorenseite aufgrund der Verfügbarkeit von Krediten.

Im folgenden Abschnitt soll dokumentiert werden, welchen Einfluss die Finanz- und Wirtschaftskrise auf die potentiellen Investorengruppen ausübte beziehungsweise weiterhin ausübt.

4 Investorengruppen im Jahr 2009

Zunächst sollen die Auswirkungen auf die wichtigsten Investorengruppen dargestellt werden. Hierbei wird grundlegend zwischen Finanzinvestoren (Private Equity) sowie strategische Käufer (operativ tätige Unternehmen, wie z.B. BASF, Bayer, BMW, ...) unterschieden. Die gewählten Überschriften machen deutlich, dass insbesondere das Jahr 2009 von strategischen Investoren geprägt war und noch ist. Dies liegt unter anderem an dem bisherigen Geschäftsmodell der Private Equity Gesellschaften, die mit einer niedrigen Eigenkapitalausstattung Unternehmen erwerben und auf diese Weise vom Leverage-Effekt profitieren.

Wie bereits dargestellt, sind die Volumina im weltweiten M&A-Markt in 2009 deutlich rückläufig gewesen. Dies hat zu Verschiebungen auf der Investoreenseite geführt. Warum trat diese Verschiebung auf beziehungsweise was war der Auslöser dieses Trends? Dies soll im nächsten Abschnitt erläutert werden

4.1 Private Equity

Nachdem zu Beginn des neuen Jahrtausends häufig von Heuschrecken zu lesen war, hat sich die Einstellung in Deutschland zum Thema Private Equity wieder deutlich gebessert. Ein Blick auf die Zahlen verdeutlicht dies. Das Portfolio der in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften lag im Jahresverlauf 2008 bei 31,9 Mrd. EUR. Die Zahl der deutschen und ausländischen Portfoliounternehmen der in Deutschland ansässigen Beteiligungsgesellschaften belief sich zum Jahresende auf ca. 6.400.¹²

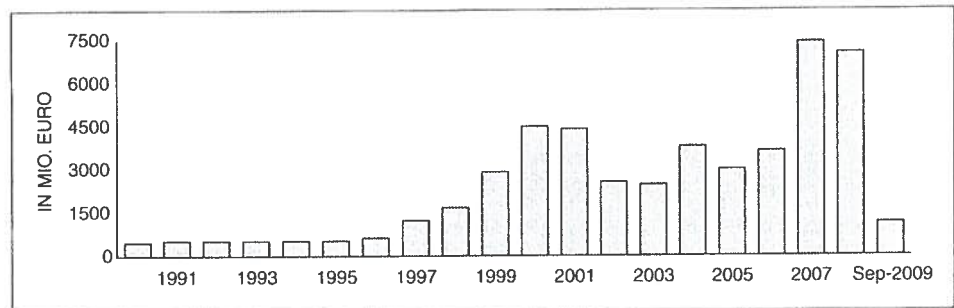
Was passierte im Jahr 2009?

Eine Auswertung des Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association macht deutlich, dass die Investitionen im laufenden Jahr deutlich reduziert wurden. Das Jahr 2009 zeigt bis September 2009 ein Niveau, welches letztmals Ende der 1990er Jahre erreicht wurde.¹³

¹² Vgl. http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/8/aid/16/title/BVK_Statistiken_zum_deutschen_Private_Equity_Markt (Stand: 17.12.2009)

¹³ Ebenda.

Abbildung 4: Jährliche Private Equity Investitionen in Deutschland



Die Renditeerwartung von Investoren ist im Bereich Private Equity ungleich höher als in anderen Anlageklassen. Durch geschicktes Ausnutzen des Leverage Effektes ist es möglich, die Rendite der Portfoliogesellschaften zu erhöhen; hierzu ist es jedoch notwendig, günstig Kredite für die Akquisitionsfinanzierung zu erhalten. Aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise fielen jedoch diverse, bislang am Markt sehr stark agierende Kreditinstitute als Ansprechpartner aus, da diese keine oder nur begrenzte Kredite zur Verfügung stellten. Ebenso werden seit Beginn des Jahres 2009 deutlich höhere Eigenkapitalanforderungen von Seiten der Kreditinstitute gestellt, so dass sich dies negativ auf die Private Equity Gesellschaften auswirkte.

Einige Private Equity Gesellschaften konnten die Renditeanforderungen aufgrund der geänderten Rahmenbedingungen nicht erfüllen. Eine höhere Eigenkapitalunterlegung führte zu niedrigeren Renditen. Zudem war es und ist teilweise noch immer nicht absehbar, eine Rekapitalisierung durchzuführen, so dass eine Akquisition auf Basis einer höheren Eigenkapitalausstattung im ersten Schritt sinnvoll erscheint. Gerade die Jahre 2005 bis Mitte 2008 waren stark durch Private Equity Gesellschaften geprägt. Kredite waren günstig und es konnten somit höhere Kaufpreise bezahlt werden. Das Dilemma wird insoweit zusätzlich deutlich. Private Equity Gesellschaften können beziehungsweise wollen in der aktuellen Marktlage kein Premium zahlen, was in den letzten Jahren der Fall war. Das Absinken der Kaufpreise führte dazu, dass konservativ agierende strategische Investoren für den Veräußerer deutlich an Attraktivität gewinnen konnten.

In vielen Artikeln wird über die Private Equity Branche insbesondere vor dem Hintergrund der anstehenden Veränderungen berichtet. Das Geschäftsmodell der Vergangenheit zeigt gerade in Krisensituationen Schwächen auf, die es zu beheben gilt.

4.2 Strategische Investoren auf dem Vormarsch

Im Jahr 2009 gaben etliche strategische Investoren ihr Comeback. Woran liegt das? Im vorherigen Abschnitt wurde dargestellt, aus welchen Gründen Private Equity Gesellschaften deutlich abgeschwächt am Markt auftreten. Strategische Investoren erwerben Unternehmen nicht als Finanzanlage mit dem Ausblick des Exit (Weiterverkauf), sondern um Synergien zu heben oder Cross-Selling-Potentiale zu nutzen. Diese unterschiedliche Betrachtungs- und Vorgehensweise hat dazu geführt, dass strategische Investoren in der Vergangenheit häufig nicht den Zuschlag im Rahmen einer M&A-Transaktion erhalten haben, da neben den Soft Facts insbesondere auch der Kaufpreis ein entscheidendes Gewicht hat.

Durch die gute konjunkturelle Lage innerhalb des zweiten Drittels der laufenden Dekade konnten insbesondere strategische Investoren hohe Cash Bestände aufbauen. Diese Cash Bestände wurden und werden aktuell dazu genutzt, dass eigene Unternehmen zu stärken und auszubauen. Gezielte Akquisitionen im eigenen Produktportfolio sowie der Ausbau von Märkten, das heißt Akquisitionen in neue Märkte stehen auf der Tagesordnung. Hierbei sind unter anderem auch Unternehmen aktiv, mit denen nur Branchenexperten vertraut sind. Unbemerkt von der breiten Öffentlichkeit erobern brasilianische Konzerne den Weltmarkt. Sie sind Widrigkeiten gewohnt und können daher mit der Situation gut umgehen.¹⁴ Namen wie JBS, Fibria, Itáú Unibanco, BR Foods, Cosan sowie Pão de Açúcar kennen die Wenigsten. Alle haben Eines gemeinsam – die Firmenzentralen sind in Brasilien und in etwas mehr als 12 Monaten sind sie zu weltweiten Branchengrößen aufgestiegen, mitten in der größten Finanz- und Wirtschaftskrise seit 1929.¹⁵ Erreicht wurde dies unter anderem durch Akquisitionen.

Die Finanzstärke sowie die langfristigen Perspektiven zeigen aktuell eine klare Überlegenheit gegenüber dem eher kurz- bis mittelfristig ausgelegten Private Equity. Auch in einem konjunkturell wieder anziehenden Umfeld sollte sich das Geschäftsmodell als vorteilhaft erweisen. Solide Finanzkennzahlen gepaart mit weltweiten Opportunitäten sowie Vertriebsmöglichkeiten stellen hierbei das Sprungbrett dar. Klassische Akquisitionsüberlegungen von wertorientierten Investoren rücken gegenüber Finanzinvestoren, die auf eine Optimierung der Finanzierungsstruktur ausgerichtet sind, in den Vordergrund.

¹⁴ Vgl. Wirtschaftswoche Nr. 51/2009, 14.12.2009.

¹⁵ Ebenda.

5 Spin-offs und Distressed Investments als Treiber des M&A-Marktes in 2009

Neben klassischen M&A-Transaktionen traten im Jahr 2009 insbesondere Spin-offs sowie Distressed Investments als Treiber des M&A-Marktes auf. Beide Spezialitäten sind im Zuge des Marktumfeldes nicht verwunderlich. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich auf eine Vielzahl von Unternehmen derart negativ ausgewirkt, dass die Unternehmen insolvent oder zumindest insolvenznahe eingestuft werden mussten beziehungsweise müssen. Die beschriebene Veränderung der Unternehmenskultur und die Sicherung der Liquidität, einhergehend mit der Fokussierung auf die Kernkompetenzen, machte Spin-offs wahrscheinlich.

5.1 Spin-offs

Unter dem Begriff Spin-off versteht man eine Form der Desinvestition, bei der ein Konzern Anteile einer Tochtergesellschaft im Zuge des Verkaufs der Mehrheit der Geschäftsanteile. Hierbei wird eine eigene Legal Entity veräußert. Als Sonderfall kann der Carve Out angesehen werden. Dabei handelt es sich um das Abtrennen einer Business Unit oder eines Geschäftsbereiches in der Wertschöpfungskette mit anschließender Veräußerung, wobei durch die Veräußerung eine eigene Legal Entity geschaffen wird.

Nach der letzten M&A-Welle Ende der 1990er Jahre, die klar die Globalisierung im Fokus hatte, agieren Unternehmen nun gezielt mit Fokus auf die Kernkompetenzen. Gerade bei Konzernen, aber auch im Mittelstand, werden die Aktivitäten, die nicht zum Kerngeschäft zählen, veräußert. Die veränderten Rahmenbedingungen und die damit einhergehende Neustrukturierung der Unternehmensphilosophien seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise werden diesen Trend beschleunigen.

Nach Analyse von Transaktionen bleibt festzustellen, dass die bislang dargestellten Rahmenbedingungen durchaus sinnvolle Portfoliobereinigungen zulassen. Im laufenden Jahr 2009 fanden bislang doppelt so viele Spin-offs statt wie im Jahr 2008. Dies verdeutlicht, die immense Bedeutung des Marktumfeldes für den Umbau bzw. die Neustrukturierung des eigenen Portfolios, jedoch auch die Problematik vieler Konzerne liquiditätssichernd und risikominimierend zu agieren. Primäre Branchen stellen hierbei der Maschinenbau, Dienstleistungen und der Handel dar.

Im Jahr 2008 fanden 91 Spin-offs deutscher Gesellschaften statt. Wichtigste Käufergruppe stellten westeuropäische Investoren dar. Wichtigste Branchen sind Handel, Maschinenbau sowie Dienstleistungen (IT).

Abbildung 5: Analyse von Spin-Offs 2008

	Osteuropa	Asien	Nordische Region	Nordamerika	Westeuropa
Nahrungs- und Genussmittel					5
Chemische Industrie	2				6
Logistik					7
Maschinenbau				5	17
Handel				1	15
Dienstleistungen		2	2		14
Sonstige					15

(Quelle: Zephyr)

Demgegenüber fanden im Jahr 2009 YTD 184 Spin-offs deutscher Gesellschaften statt. Wichtigste Käufergruppe waren hierbei wiederum westeuropäische Investoren. Die Transaktionen fanden primär in den Branchen Maschinenbau, Handel, Versorger sowie Dienstleistungen (IT) statt. Interessant zu beobachten ist hierbei, dass gerade im Jahr 2009 die als krisenresistent eingestufte Branche Versorger einen hohen Stellenwert einnimmt. Dies liegt darin begründet, dass das Aufkommen von neuen Energiequellen (regenerative Energien) ebenso eine Neustrukturierung des Beteiligungsportfolios stattgefunden hat.

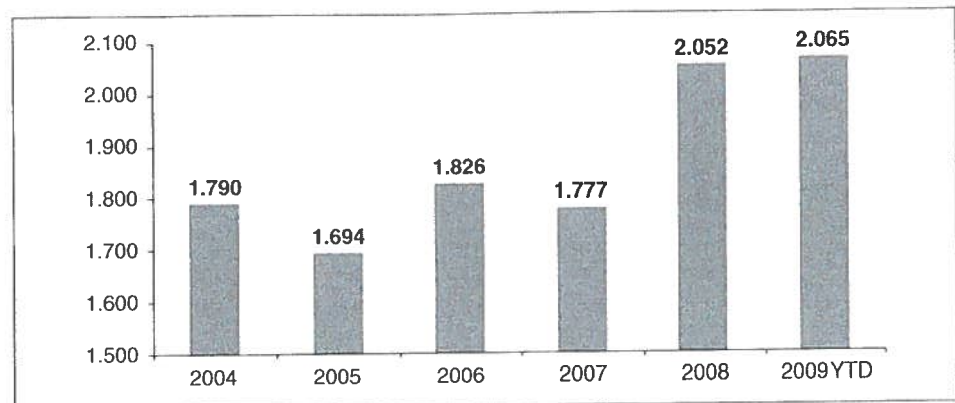
Abbildung 6: Analyse von Spin-Offs 2009

	Asien	Nordische Region	Nordamerika	Westeuropa
Nahrungs- und Genussmittel				5
Chemische Industrie				7
Logistik				3
Maschinenbau		2	4	14
Handel	1		9	77
Dienstleistungen			2	18
Versorger		2		19
Papier		2		3
Sonstige			1	15

(Quelle: Zephyr)

Wie bereits genannt, stellen Portfoliobereinigungen hierbei ein probates Mittel zur Unternehmensfinanzierung dar. Eine weltweite Betrachtung der Anzahl von Spin-offs spiegelt dies ebenso wider.

Abbildung 7: Analyse von Spin-Offs 2009



(Quelle: Zephyr)

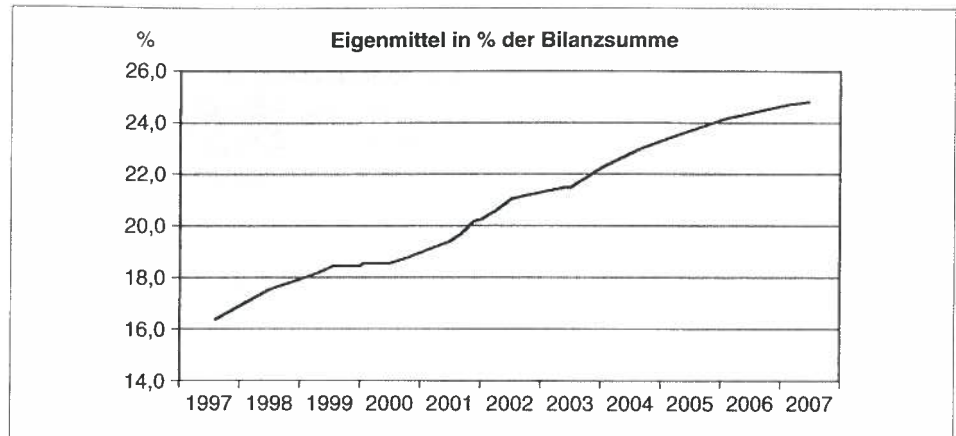
5.2 Distressed Investments

Eine eindeutige Definition des Begriffes existiert nicht. Allgemein wird unter dem Begriff verstanden, dass das Unternehmen, welches als Distressed eingestuft wird, seine Verbindlichkeiten nicht bedienen kann. Insolvenzfälle sind somit ebenso hierbei zuzurechnen. Seit der Lehmann Pleite im Spätsommer 2008 mussten diverse Unternehmen Insolvenz anmelden und sind somit distressed geworden. Dies spiegelt sich ebenso in den von mergermarket veröffentlichten Zahlen wider. Im Jahr 2009 sind bislang 28 Transaktionen mit einem deutschen Target abgeschlossen und veröffentlicht worden, das insolvent war. Demgegenüber standen im Jahr 2008 nur 16 Transaktionen, was einen Anstieg von 75 % bedeutet. Als Vergleich hierzu lieferte das Jahr 2006 14 Transaktionen, was als normal angesehen werden kann. Bekannteste Fälle im laufenden Jahr waren aus deutscher Sicht sicherlich die HypoRealEstate, Märklin sowie Rosenthal. Zudem existiert eine Vielzahl von kleineren Unternehmen, die in den oben dargestellten Zahlen nicht enthalten sind.

Der deutsche Mittelstand weist traditionell eine niedrige Eigenkapitalquote auf. In den letzten 13 Jahren konnte die Eigenkapitalquote unter anderem durch die positive konjunkturelle Lage gestärkt werden. Die Deutsche Bundesbank hat hierzu nachfolgende Grafik veröffentlicht¹⁶, die diesen Trend widerspiegelt. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat den Mittelstand stark getroffen, wodurch die Eigenkapitalquoten im Jahr 2009 deutlich niedriger ausfallen sollten.

¹⁶ Vgl. http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_wirtschaftsdaten_jahresabschluss.php (Stand 17.12.2009).

Abbildung 8: Eigenkapitalquoten in Deutschland



Die niedrigen Eigenkapitalquoten sowie die aktuelle Lage haben dazu beigetragen, dass Distressed M&A im Jahr 2009 ein Treiber der M&A-Märkte war und sicherlich auch in 2010 bleiben wird.

6 Zusammenfassung und Ausblick

Im vorstehenden Artikel wurden mehrere Aspekte der Finanzierung von Unternehmen unter Berücksichtigung des Themenschwerpunktes M&A dargestellt. Hierbei bleibt festzuhalten, dass differierende Finanzierungsmittel für unterschiedliche Größenklassen von Unternehmen existieren. Je größer ein Unternehmen, desto größer ist auch das Angebot an Finanzierungsmethoden beziehungsweise Verfahren.

Anschließend erfolgte die Überleitung auf das besondere Jahr 2009 im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise und die daraus resultierenden Ergebnisse auf den Bereich M&A sowie Private Equity. Die Veränderungen in der Unternehmenskultur sowie der Finanzmärkte zeigten weitreichende Konsequenzen. Private Equity Investoren haben im laufenden Jahr an Bedeutung verloren, während strategische Investoren als die Gewinner der Krise im M&A-Markt bezeichnet werden können. Strategische Investoren sind hierbei sowohl auf Käufer- und Verkäuferseite vertreten. Auf der einen Seite werden die Kerngeschäftsfelder gestärkt, während Randbereiche oder Business Units im Rahmen von Spin-Offs oder Carve-Outs veräußert werden. Alle Transaktionen geschehen vor dem Hintergrund der Finanzstabilität und Liquiditätssicherung.

Zukünftig werden die Veränderungen des laufenden Jahres zu spüren sein. Die hohen Leverage-Ratios der Vergangenheit werden in den nächsten Jahren sicherlich nicht erreicht werden. Risiken werden vor dem Hintergrund der Ereignisse der Finanz- und Wirtschaftskrise anders beurteilt. Dies führt kurz- bis mittelfristig dazu, dass strategische Investoren in M&A-Transaktionen gegenüber Private Equity Gesellschaften konkurrenzfähig sind. Die M&A-Märkte haben sich bereits erholt, und die Zahl der Transaktionen wird weiter steigen.