

M&A

MERGERS AND ACQUISITIONS

REVIEW

BETEILIGUNGEN • ALLIANZEN • RESTRUKTURIERUNGEN • DIVESTMENTS • PRIVATE EQUITY

2/2011

www.mareview.de

Standpunkt

**M&A im Verlagswesen –
Schlüssel zum Erfolg in
einem dynamischen Umfeld**

Makro

**Hinkt Deutschland der
Welt hinterher? –
Jahresrückblick auf das deutsche
M&A-Geschehen 2010**

Makro

**Jahresrückblick 2010 und Ausblick
2011 auf dem deutschen
Small- und Mid-Cap M&A-Markt**

Strategien und Visionen

**Externe Unternehmensnachfolge
im IT-Zeitalter**

Switzerland Column

**Schweizer M&A-Markt 2010 –
Ist das Wellental durchschritten?**

Top Deals

**Novartis übernimmt für 12,9 Mrd.
US-\$ die restlichen 23% an Alcon**



Industry Special

**Aerospace & Defence (A&D) in Europa:
Mit M&A Turbulenzen meistern**

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

Jahresrückblick 2010 und Ausblick 2011 auf dem deutschen Small- und Mid-Cap M&A-Markt

Michael Keller & Oliver Marquardt, Klein & Coll., Frankfurt am Main*

1. Einleitung

► Das Jahr 2010 ist das Jahr eins nach der Subprime-Krise, die der maßgebliche Faktor des Jahres 2009 war. Die Gesamtmarktentwicklung zeigt erste Zeichen einer deutlichen Entspannung. Wie bereits bei den letzten beiden M&A-Wellen stiegen die M&A-Volumina circa ein bis zwei Jahre nach dem Tiefpunkt bereits wieder an. Abbildung 1 verdeutlicht diesen Effekt. So gingen die M&A-Volumina zwischen 1989 und 1991 deutlich zurück. 1994 konnten jedoch bereits die alten Niveaus wieder erreicht werden, wobei hierbei von einer doppelten Bodenbildung (1991 und 1992) gesprochen werden kann. Der zweite Sachverhalt zeigt sich zwischen 2001 und 2002, wobei sich hier die Volumina mehr als halbierten. Bereits zwei Jahre nach dem Tiefpunkt war bereits ein Anstieg von circa 58% realisiert worden. Ebenso stellt sich die Sachlage in 2010 dar. Die Volumina sind im Jahr 2010 bereits über dem Niveau des Vorjahres, wird eine Gleichverteilung der Projekte über die einzelnen Quartale antizipiert. Tatsächlich jedoch wird die Anzahl zum Jahresende eher ansteigen und somit den Vorjahreswert über-

treffen. Somit kann durchaus davon gesprochen werden, dass die Subprime-Krise überwunden wurde.

Die Entwicklung zeigte, dass das Jahr 2010 durch Veränderungen geprägt war. Doch welche sind das und warum treten diese auf. Diese und ähnliche Punkte sollen im Folgenden dargestellt werden.

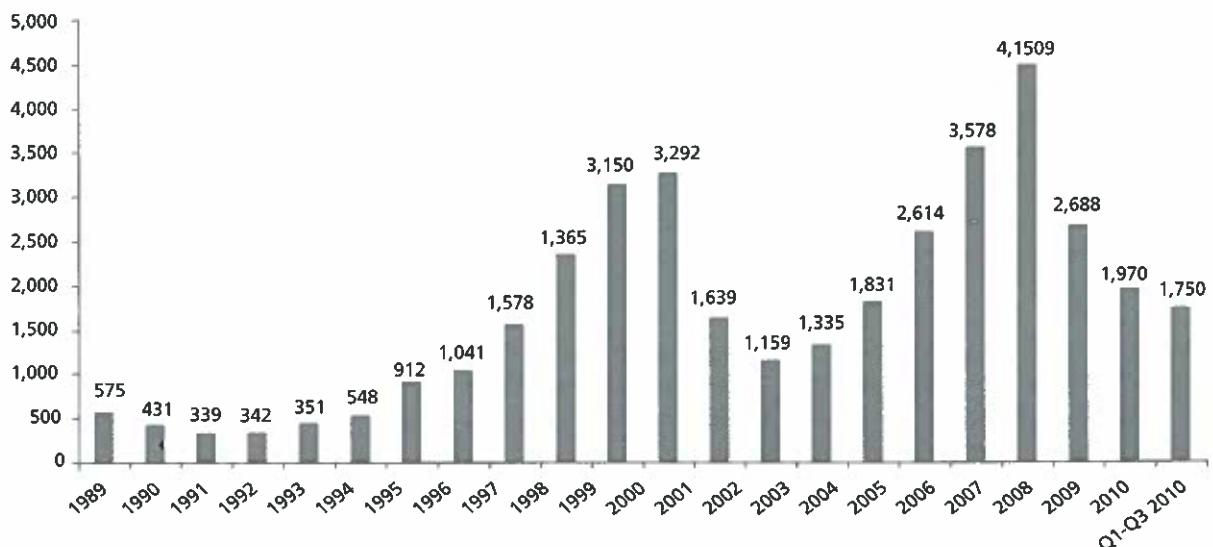
2. Das Jahr 2010

Unternehmen zeigten bereits im Jahr 2010 wieder Appetit auf Transaktionen. Ziel ist es, weitere Absatzkanäle zu erschließen und die gesteckten Umsatzziele zu erreichen. Insbesondere die strategische Komponente war im vergangenen Jahr hierbei ein Treiber der Transaktionen. Die mittelfristigen Ziele treten gegenüber den kurzfristigen in den Vordergrund.

* Autorenkontakt: keller@kleincoll.de; marquardt@kleincoll.de
 Michael Keller ist geschäftsführender Teilhaber bei der auf M&A-Transaktionen im Mittelstand spezialisierten Beratungsgesellschaft Klein & Coll. Der Autor ist Mitglied des Bundeswirtschaftssenats des Bundesverbandes Mittelständischer Wirtschaft. Oliver Marquardt ist Associate Director bei Klein & Coll.

Abb. 1 | Entwicklung des weltweiten M&A-Volumens in Mrd. US-\$

Quelle: Thomson Reuters



Cross Border-Transaktionen auf dem Vormarsch

Cross Border-Transaktionen rücken insbesondere vor dem Hintergrund globalisierender Märkte immer weiter in den Fokus. Gerade strategische Investoren aus dem asiatischen, aber auch aus dem osteuropäischen Ausland treten vermehrt als Käufer deutscher Unternehmen auf. Im ersten Halbjahr 2010 erweisen sich die M&A-Aktivitäten chinesischer Unternehmen mit über

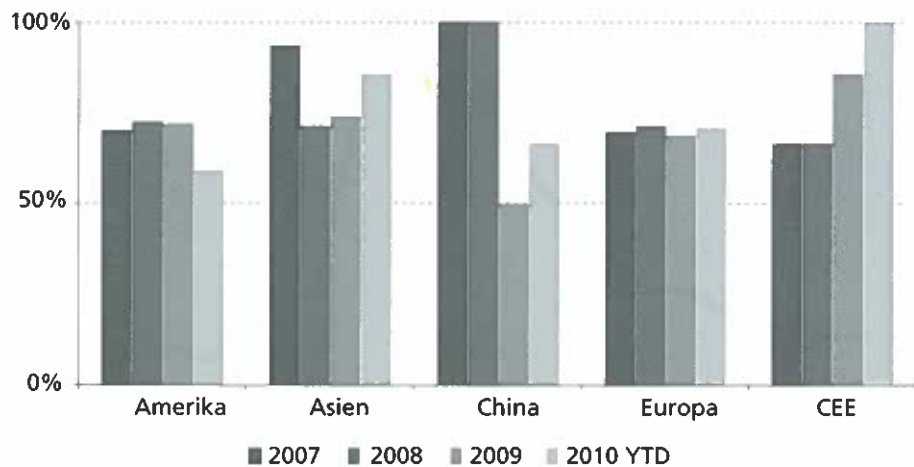
130 Transaktionen weltweit als robust. Besonders beliebt bei Investoren aus China sind nach wie vor Rohstoff- und Technologielieferanten, durch welche die eigene Wirtschaft im besonderen Maße profitieren kann und die akquirierten Unternehmen darüber hinaus als Vertriebskanäle genutzt werden können. In Europa schielen chinesische Investoren vor allem nach Unternehmen, deren Produkte nur geringen Volatilitäten und Gewinnschwankungen beziehungsweise -risiken ausgesetzt sind. Dies gilt beispielsweise für das Stromnetz in Großbritannien, welches Electricité de France an die Cheung Kong Group aus Hongkong verkaufen möchte. Cross Selling-Potenziale sind ein weiteres wichtiges Merkmal von Akquisitionen chinesischer Unternehmen. Der chinesische Käufer des Volvo Konzerns verschafft sich durch die Übernahme nicht nur Zugang zu den europäischen Märkten, sondern kann gleichzeitig den Heimatmarkt mit der Marke Volvo bedienen.

Strategische Investoren gewinnen seit nunmehr zwei Jahren stetig an Bedeutung. Die aktuelle Schwäche der Private Equity-Gesellschaften, hervorgerufen durch die wenig vorhandene Möglichkeit effektiven Leverage durchzuführen, hat insbesondere strategische Investoren veranlasst, gezielt Akquisitionen durchzuführen. Dies geschah und geschieht vor dem Hintergrund der trotz Krise oftmals guten bis sehr guten Ertragslage in den vergangenen Jahren und den damit verbundenen hohen Cash-Beständen. Gerade die Cash-Bestände werden hierbei zur Finanzierung der Akquisitionen genutzt. Strategische Investoren achten hierbei, anders als Private Equity-Gesellschaften nicht auf den Exit-Zeitpunkt, sondern agieren mittel- bis langfristig. Strategische Investoren kennzeichnen sich in der Regel durch ein besseres Verständnis der Branche gegenüber Finanzinvestoren.

Abbildung 2 zeigt eindeutig, dass insbesondere in den Jahren 2008 bis 2010 die Transaktionen von strategi-

Abb. 2 | Anteil der strategischen Investoren im deutschen Mittelstand

Quelle: mergermarket (Stand: 08.12.2010)

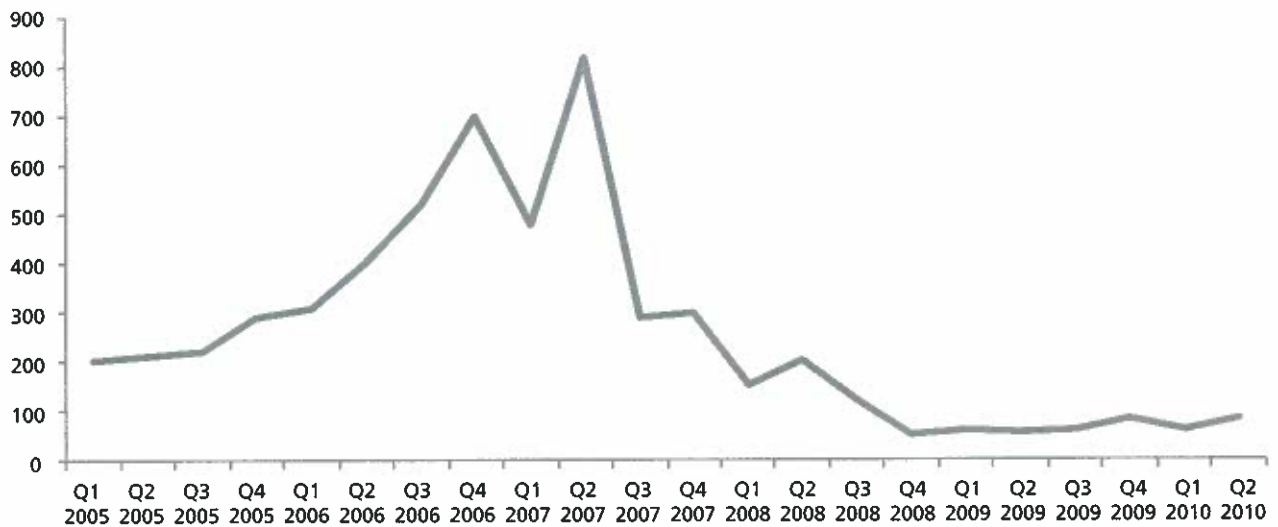


schen Investoren in Deutschland wieder deutlich zugelegt haben. Die Nachfrage nach deutschen Unternehmen war und ist aus allen Kontinenten zu spüren. Alle dargestellten Regionen zeigen eindeutig eine Präferenz zugunsten der strategischen Investoren. Die einzige Region, in der in den letzten vier Jahren ein ausgeglichenes Verhältnis zu beobachten ist, war China im Jahre 2009. Die einzige Region, aus der in 2010 bereits wieder vermehrt Private Equity-Unternehmen auf dem Markt auftreten, sind die USA. Jedoch finden auch hier immer noch deutlich mehr Transaktionen in Deutschland mit einem strategischen Investor statt als mit Finanzinvestoren. Es existiert eine sehr hohe und weiterhin steigende Nachfrage nach deutschen Unternehmen aus dem Umfeld von strategischen Investoren aus den Regionen CEE und Asien - warum ist das so? Vor allem bei Asiaten sowie Osteuropäern sind deutsche Mittelständler zunehmend ins Visier gerückt. Denn unlängst verfügen Asiaten dank ihrer boomenden Binnenwirtschaft und Osteuropäer über das notwendige Kapital, um auf den westlichen Transaktionsmärkten aktiv zu werden und verfolgen wie der Westen das Thema Globalisierung. Neben den chinesischen Unternehmen sind mit 81 Transaktionen im ersten Halbjahr 2010 aber auch die M&A-Transaktionen mit indischer Beteiligung weiter im Aufwind. Indische Investments konzentrieren sich aber vor allem auf die Chemie- und Maschinenbaubranche sowie den Dienstleistungsbereich.

Warum kommen so häufig ausländische Käufer zum Zuge? Der ausländische strategische Käufer weist in der Regel eine höhere Zahlungsbereitschaft als der inländische Käufer auf, da er auch den Markteintritt in Deutschland und zum Teil Europa erwirbt. Der Kaufpreisaufschlag wird für das Know-how, bestehende Kunden- und Lieferantenbeziehungen, die vorhandenen Distributionskanäle, die erfahrenen Mitarbeiter sowie Cross Selling-Potenziale bezahlt. Die Marke

Abb. 3 | Anzahl der Private Equity Transaktionen

Quelle: intralinks (Stand: 9.12.2010)



„Made in Germany“ zählt im Ausland mehr als im Heimatmarkt und diese Marke wird weiterhin bei Akquisitionen bezahlt. Gerade im asiatischen Ausland zählt dieser Begriff weiterhin als Qualitätsmerkmal.

Warum werden immer mehr Transaktionen mit Strategen durchgeführt? Im Bieterwettbewerb um mittelständische Unternehmen unterliegen Finanzinvestoren vermehrt den strategischen Investoren. Strategen sind in der Regel Mittelständler oder auch Konzerne aus dem unmittelbaren Wettbewerbsumfeld der Zielunternehmen, die sich durch den Zukauf verstärken wollen. Bei ihnen steht der langfristige Wachstumsgedanke im Vordergrund. Zusätzlich haben strategische Investoren in der aktuellen Marktsituation den Vorteil, dass sie im Regelfall über eine gute Eigenkapitalausstattung verfügen und sie nicht in dem gleichen Ausmaß wie Beteiligungsgesellschaften auf Fremdkapital angewiesen sind. Auch die Konsequenzen einer konjunkturellen Abschwächung sind für diese Käufer auf Grund ihrer langfristig orientierten Ausrichtung leichter zu verkraften. Gut positionierte Strategen können Phasen wirtschaftlichen Abschwungs aussitzen oder auch ihre relative Stärke zur Marktkonsolidierung zu vertretbaren Preisen nutzen. Das bedeutet, sie können trotz allgemein sinkender Bewertungsniveaus noch einen attraktiven Kaufpreis bieten. Zur Überbrückung von preislichen Erwartungsunterschieden zwischen Käufer und Verkäufer können Strategen Synergien geltend machen oder auch bestehende vertragliche Liefer- und Leistungsbeziehungen für ein Entgegenkommen nutzen. Bei Fusionen und Übernahmen mittelständischer Unternehmen haben sich die Spielregeln geändert: Die strategischen Investoren sind auf dem Vormarsch und ihre Bedeutung im Rahmen von M&A-Transaktionen wird kurz- und mittelfristig weiter zunehmen.

Private Equity – Wende in Sicht?

Wohin steuern Private Equity-Gesellschaften? Wie bereits beschrieben, sind strategische Investoren auf dem Vormarsch. Abbildung 3 stellt die Anzahl der weltweiten Transaktionen von Private Equity-Häusern dar. Private Equity-Transaktionen haben deutlich an Volumen verloren. Gleichwohl ist die weltweite Deal-Aktivität nicht im gleichen Maße gesunken, wie aus den vorherigen Abbildungen ersichtlich ist. Somit kann die bereits getroffene Aussage bestätigt werden, dass strategische Investoren deutlich an Akzeptanz und Wertigkeit gewonnen haben.

Warum sind die Aktivitäten derart zurückgegangen? 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 Portfolio-Gesellschaften zu erhöhen. Hierzu ist es jedoch notwendig, günstig Kredite für die Akquisitionsfinanzierung zu erhalten. Aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise fielen jedoch diverse bislang auf dem 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.

Auch die Statistiken der deutschen Landesorganisation (BVK – Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften) zeigen eine ähnliche Entwicklung auf. Die jährlichen Private Equity-Investitionen in Deutschland sind im laufenden Jahr auf dem Niveau des Vorjahres und liegen somit weiterhin auf einem Niveau der Jahre 2002 sowie 2003. Es ist anzunehmen, dass die Erfolge der absoluten Boomjahre 2007 und 2008 für längere Zeit den Peak der

Abb. 4 | Jährliche Private Equity-Investitionen seit 1990

Quelle: http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/172/title/Interaktive_Charts (Stand: 09.12.2010)

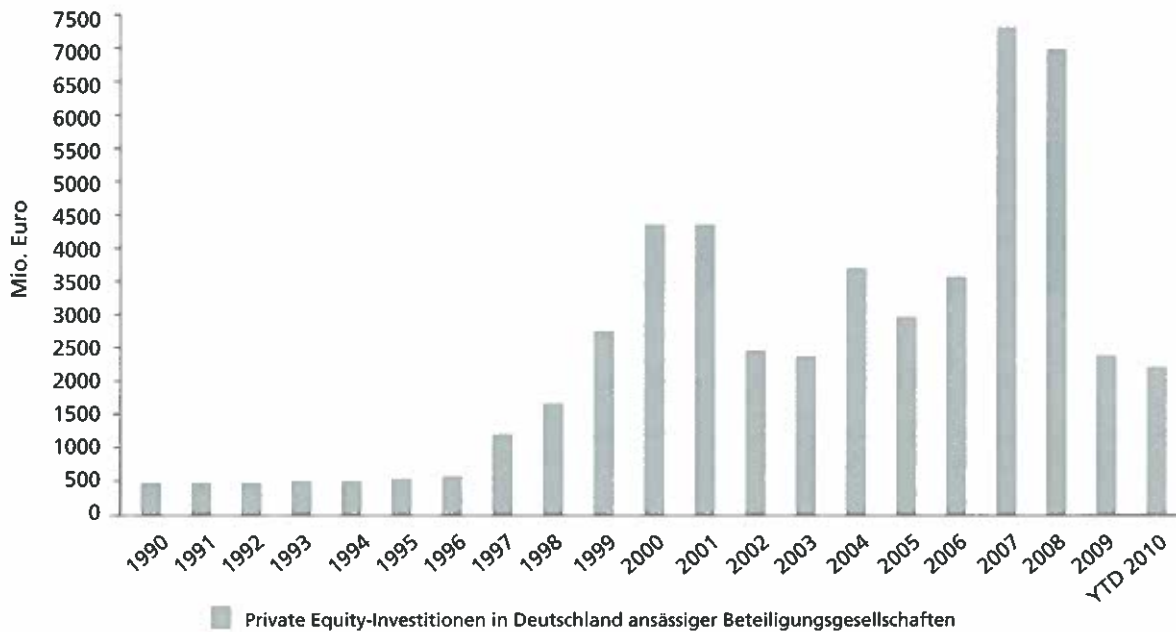
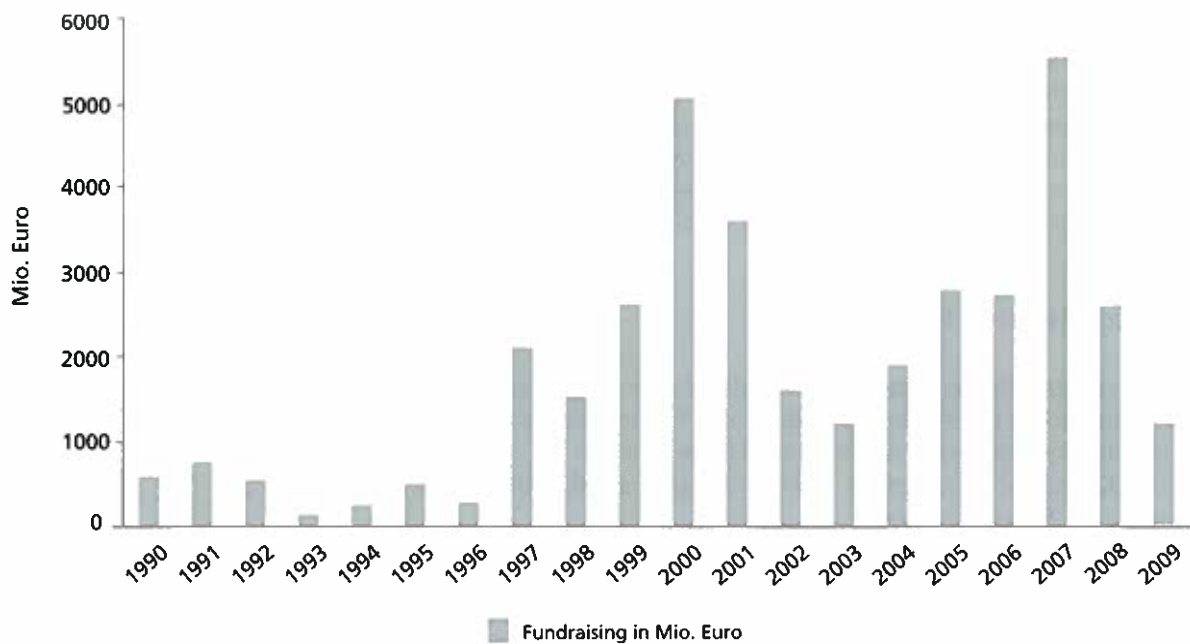


Abb. 5 | Fundraising deutscher Beteiligungsgesellschaften

Quelle: http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/172/title/Interaktive_Charts (Stand: 09.12.2010)



Statistik ausmachen werden. Jedoch sollten auch die Private Equity-Investitionen mittelfristig wieder ansteigen.

Kurzfristig ist eine deutliche Zunahme an Private Equity-Investitionen nicht zu erwarten. Das Fundraising war in 2009 auf einem niedrigen Niveau angelangt. Aufgrund der veränderten Marktsituation – die vielzitierte Kreditklemme und die damit verbundenen Schwierigkeiten bei der Finanzierung von Transaktionen – sind Private Equity-

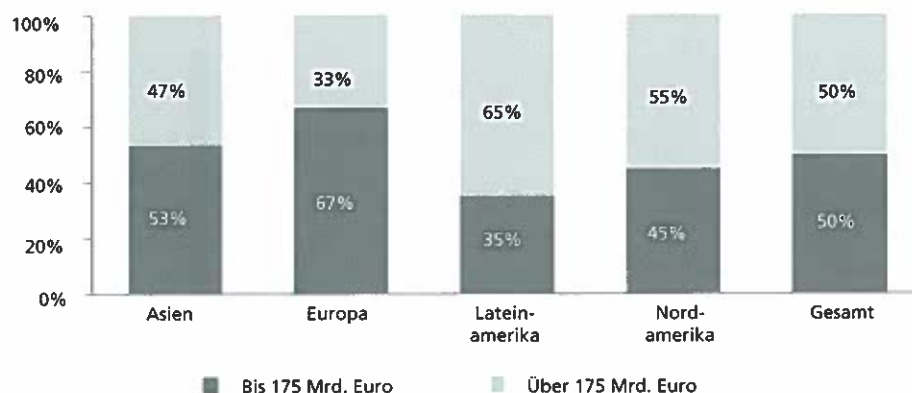
Investoren weiterhin gezwungen, Transaktionen mit einem höheren Anteil an Eigenkapital zu finanzieren. Dies sowie die damit verbundene niedrigere Rendite wird sich in den Transaktionsvolumina der Zukunft widerspiegeln.

Target: der Mittelstand

Die nachfolgende Darstellung zeigt, dass das Small- und Mid-Cap-Segment (hier klassifiziert als Deal Value klei-

Abb. 6 | Entwicklung der Transaktionen nach Größenclustern

Quelle: intralinks (Stand: 9.12.2010)



ner 175 Mio. Euro) global weiter in Relation zu anderen Größenklassen wächst. Bereits heute ist in Europa gut die Hälfte der Transaktionen im Small- und Mid-Cap-Segment angesiedelt. Neueste Umfragen zeigen deutlich, dass das Small- und Mid-Cap-Segment weiter wachsen wird. Auch in anderen Regionen nimmt der Anteil der Transaktionen aus diesem Segment immer mehr zu.

Warum ist dies vor allem ein Trend, der primär in Europa auftritt? Insbesondere der europäische Markt hat eine andere historische Entwicklung hinter sich. Die Kapitalmärkte entwickelten sich entgegen den anderen Regionen deutlich später, weshalb eigentümergeführte Unternehmen heute noch viel stärker verbreitet sind. Insbesondere der deutsche Markt ist stark mittelständisch geprägt und trägt als größte Volkswirtschaft Europas zu diesem Trend bei.

3. Ausblick auf das Jahr 2011

Die beschriebenen Entwicklungen – verstärktes Auftreten von strategischen Investoren, stark reduzierte Private Equity-Investitionen sowie eine steigende Nachfrage nach Small- und Mid-Cap-Transaktionen – sind eine logische Konsequenz der Subprime-Krise.

Das Jahr 2010 als Übergangsjahr der Weltwirtschaft aus der Subprime-Krise hin zu neuem Wachstum stellte in vielerlei Hinsicht die mittelfristigen Weichen. Die bereits zu Beginn dieses Artikels beschriebenen M&A-Wellen sind in den letzten Jahren deutlich schneller aufgetreten und weisen ebenso einen kürzeren Lebenszyklus auf. Auf Basis der Erkenntnisse des Jahres 2010 lässt sich festhalten, dass zukünftig das Small- und Mid-Cap deutlich mehr profitieren wird als der Large-Cap-Bereich. Dies hat neben den bereits beschriebenen Effekten vor allem mit der Risikobereitschaft der Investoren zu tun.

Wir haben versucht, die wichtigsten Fragen im Bereich des Small- und Mid-Cap-Segments kurz zusammenzufassen und zu beantworten.

Wird sich die Deal-Anzahl verändern?

Das Niveau der Transaktionsvolumina (Anzahl der Transaktionen) wird im nächsten Jahr weiter ansteigen. Bereits in 2010 konnte die Anzahl gegenüber dem Rekordminusjahr 2009 deutlich gesteigert werden. Dies wird sich in 2011 aufgrund der weiteren

Entspannung der weltweiten Märkte fortsetzen. Ebenso sind insbesondere strategische Investoren auf der Suche nach passenden Akquisitionsobjekten in diesem Segment.

Woher kommen die Käufer?

In den Jahren 2007 und 2008 waren es häufig Private Equity-Investoren, die sich stark im Small- und Mid-Cap-Segment engagiert haben. Wie bereits aufgezeigt wurde, sind seit Ausbruch der Subprime-Krise verstärkt strategische Investoren auf dem Vormarsch. Diese Entwicklung wird kurz- bis mittelfristig Bestand haben – der Appetit von strategischen Investoren ist noch lange nicht gestillt.

Welche Bewertungen werden für das Small- und Mid-Segment erwartet?

Die Bewertungen sind bereits im Jahr 2010 zurückgekommen, ohne die absoluten Spitzenpreise der Jahre 2007 und 2008 für die Masse der Unternehmen zu erzielen. Diese erfreuliche Entwicklung wird Bestand haben und die Multiplikatoren werden auch in 2011 gen Norden gehen.

4. Zusammenfassung

Das Jahr 2010 ist durch eine deutliche Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation geprägt. 2010 ist ein Übergangsjahr – aus der Subprime-Krise hinein in eine neue M&A-Welle. Der Markt wird aktuell primär von strategischen Investoren beherrscht und wird es kurz- bis mittelfristig auch bleiben. Private Equity-Gesellschaften sind dabei, ihr Geschäftsmodell anzupassen und die Rendite aufgrund der erzielbaren Cash-flows zu erzielen und weniger auf Grund des Leverage-Effektes. Viel mehr als jemals zuvor stehen Small- und Mid-Cap-Transaktionen im Fokus des Geschehens. Dieser Trend wird kurz- bis mittelfristig Bestand haben und möglicherweise die nächste M&A-Welle bestimmen. ■