

M&A-Markt auf niedrigem Niveau stabil

Vorsichtiger Optimismus – Strategen haben die Oberhand

Die vor rund einem Jahr herrschende Zuversicht am Markt mit Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A) ist verflogen. Insbesondere die Euroschuldenkrise hat für stärkere Zurückhaltung bei Investoren gesorgt. Inzwischen hat sich der Markt auf niedrigem Niveau stabilisiert und hofft auf Besserung. Geld zum Investieren ist reichlich vorhanden, aber die Banken sind weiterhin zurückhaltend.

Der Euphorie folgte Ernüchterung

Enttäuschung über 2011 und Hoffnung auf ein besseres 2012 prägen den M&A-Markt. Der vom Bureau van Dijk ermittelte ZEW-Zephyr M&A-Index verlor im Jahresverlauf 2011 an Schwung und liegt deutlich unter seinem Wert von Anfang 2011. Der Index bildet die weltweiten M&A-Aktivitäten ab und bezieht sowohl das Transaktionsvolumen als auch die Zahl der Deals mit ein. Der Rückgang war vor allem der geringeren Zahl an Transaktionen geschuldet. Obwohl die deutsche Wirtschaft gut dasteht, ist auch hier im mittelständischen M&A-Segment die Stimmung nicht gerade rosig.

„2011 waren wir optimistisch ins Jahr gestartet“, sagt Christopher Dill, Head of M&A bei der Equinet Bank AG. „Sowohl die Unternehmen als auch die M&A-Branche insgesamt hatten eine gewisse Euphorie, dass ein längerer Aufschwung kommen wird.“ Diese Euphorie sei aber dann im Spätsommer 2011 schnell verflogen. Zunächst hatte das Hochkochen der Euroschuldenkrise für Unsicherheit gesorgt, dann verdüsterten sich die Konjunkturaussichten. Und weiterhin waren die Banken zurückhaltend bei der Finanzierung von Transaktionen durch Finanzinvestoren. „Im August/September brach die Deal-Aktivität regelrecht ein, und bis zum Jahresende blieb sie dann relativ schwach“, sagt Dill. Heute ist die Stimmung zwar nicht so gut wie Anfang 2011, aber wieder deutlich besser als im Herbst 2011.

Deutlicher Index-Rückgang

„Der Markt für mittelständische M&A hat sich auf niedrigem Niveau stabilisiert“, so die Einschätzung von Prof.

Kai Lucks, Vorsitzender des Bundesverbands Mergers and Acquisitions (BMA). Große Deals seien ohnehin extrem selten geworden, es dominierten kleinere und mittlere Transaktionen. Eine größere Aufwärtsbewegung erwartet Lucks nicht. Den M&A-Trend im deutschen Mittelstand bildet der vom BMA berechnete MidMax-Index ab. Dieser Index ging seit seinem letzten Hoch im dritten Quartal 2010 um 28% zurück, bei der Anzahl der Deals sogar um 60%. „Damit ist die Stimmung im deutschen M&A-Mittelstandsmarkt deutlich schlechter, als der Optimismus in der deutschen Wirtschaft vermuten ließe“, so der BMA. Die Lage in Europa (Schulden, Konjunktur) belaste die Stimmung.



Prof. Kai Lucks,
BMA

Mittelstand ist krisenfester

In der Tat ist eine gewisse Diskrepanz zwischen M&A-Markt und der Wirtschaftslage zu erkennen. Die aktuelle Geschäftslage und die Aussichten für den deutschen Mittelstand sind sehr gut. Und was für die Beteiligungsbranche ebenso wie für Strategen wichtig ist: Viele Unternehmen sehen sich, wie eine Umfrage von Ernst & Young kürzlich bestätigte, gut aufgestellt und wesentlich krisenresistenter als vor Ausbruch der Krise im Jahr 2008. Kosteneinsparungen sowie die Stärkung von Eigenkapital und Innenfinanzierung heißen die Schlüsselbegriffe. Dazu kommt die weiterhin weltweit geachtete Qualität „made in Germany“. Deutsches (Ingenieurs-) Know-how ist gefragt bei ausländischen Investoren. Aber das M&A-Geschäft ist langfristig orientiert, und die Erfahrungen aus der Finanzkrise haben alle Akteure vorsichtiger werden lassen. Insbesondere Beteiligungsgesellschaften sind nicht richtig aus der Defensive herausgekommen.

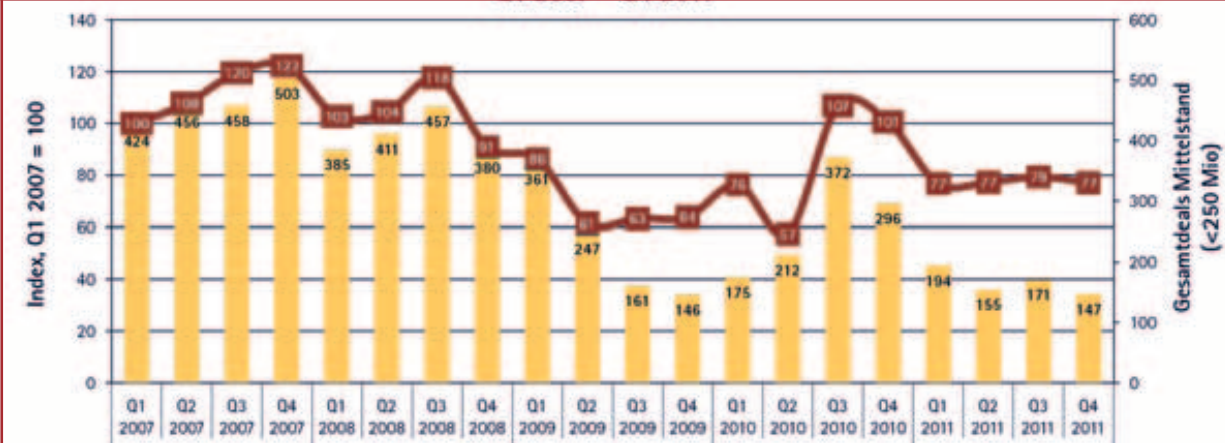
Banken weiter zurückhaltend

Die Banken sind bei der Finanzierung von Transaktionen sehr selektiv. Sie haben ihre Risikoscheu beibehalten – auch wegen der strengeren Eigenkapitalanforderungen. Nach einer Umfrage der Wirtschaftsprüfungs-



Christopher Dill,
Equinet Bank

ABB. 1: MIDMAX-DEAL-INDEX UND GESAMTDEALS IM DEUTSCHEN MITTELSTAND (Q1 2007 BIS Q4 2011)



Quelle: Bundesverband Mergers and Acquisitions

und Beratungsgesellschaft Deloitte gingen bei Leverage-Buy-out-Finanzierungen (LBO) 2011 die Syndizierungen stark zurück. Die Kosten für eine durchschnittliche LBO-Finanzierung in Europa durch die Banken seien in der zweiten Jahreshälfte 2011 auf historisch hohem Niveau gewesen. Und knapp zwei Drittel der befragten PE-Manager erwarten laut der Ende Februar veröffentlichten Studie, dass sich an den hohen LBO-Kosten auch in diesem Jahr kaum Wesentliches ändert.

Private Equity-Branche wenig optimistisch

Den gleichen Tenor vermittelt die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers, der zufolge sich die internationale PE-Branche auf ein weiter schwieriges Jahr 2012 eingestellt hat. Als Folge der Euro-Schuldenkrise würden Bankdarlehen zur Beteiligungsfiananzierung knapper – 51% der rund 170 befragten Finanzinvestoren rechneten mit einem schlechteren Zugang zu Krediten als 2011. Nun hat sich in den Monaten Februar

und März die allgemeine Stimmung (auch an der Börse, der DAX übersprang 7.000 Punkte) etwas aufgehellt – aber der Trend in punkto Bankenfinanzierung hat sich kaum verändert.

Jahresberichte geben Hoffnung

Immerhin gibt es auch Hoffnungsschimmer: Da Beteiligungsfonds ihr eingesammeltes Geld investieren wollen, bevor der zugelassene Investitionszeitraum ausläuft, kann dies noch zu einem Anstieg der Neuengagements führen. Andere Fonds wiederum wollen durch Verkäufe eine gute Erfolgsbilanz für ihr nächstes Fundraising nachweisen. Dazu kommt: Die wirtschaftliche Stimmungsaufhellung wird in den nächsten Wochen und Monaten immer stärker mit den Jahresabschlüssen 2011 unterlegt, die bei vielen Unternehmen gut bis sehr gut ausgefallen sein dürften. Sie können nun mit 2010 und 2011 zwei gute Jahresberichte in Folge vorlegen und entsprechende Attraktivität für potenzielle Käufer ausstrahlen. Kommt es auch in der Euro- und Griechenland-Schuldenkrise zu einer anhaltenden Beruhigung, wären die Vorzeichen für eine M&A-Belebung durchaus gegeben. Weiteren Antrieb könnten dem Markt die vielen ungeklärten Nachfolgeregelungen im deutschen Mittelstand geben. „Es gibt viele Unternehmen, die heute sehr viel konkreter über die Nachfolge nachdenken als vor einem Jahr“, sagt Dr. Karsten Zippel, Vorstandsmitglied des

Beratungshauses Aquin & Cie. Manche warteten nun noch die Fertigstellung ihres 2011er Geschäftsberichts ab und würden dann den Verkaufsprozess starten, so dass es etwa im Herbst zu vermehrten Abschlüssen kommen könnte, so Zippel.

„Kriegskassen“ gut gefüllt

Geld für Akquisitionen ist in den Kassen vieler Konzerne vorhanden, und nicht zu knapp: Nach Berechnungen der Deutschen Bank hielten die börsennotierten Unternehmen aus DAX und MDAX Ende 2011 knapp 15% ihrer Marktkapitalisierung in Cash – rund zwei Billionen EUR und somit etwa doppelt so viel wie in normalen Zeiten. Auch internationale Investoren – aus Europa, USA, Asien, auch Brasilien – sehen in Deutschland attraktive Chancen und wollen zukaufen. Dill von der Equinet Bank sieht den Markt stark von strategischen Käufern dominiert, die sich geografisch oder technologisch ergänzen wollen. „Die Strategen haben in den letzten Jahren gut gewirtschaftet und eine gewisse Kriegskasse zur Verfügung.“ Nachhaltige Geschäftsmodelle und klare Wachstumsbranchen seien erheblich gefragter als zykli-



Dr. Karsten Zippel,
Aquin & Cie.

Tab. 1: AUSGEWÄHLTE PRIVATE EQUITY-TRANSAKTIONEN IM MITTELSTAND IN DEUTSCHLAND SEPTEMBER 2011 – FEBRUAR 2012
NUR NAMENTLICH VERÖFFENTLICHTE TRANSAKTIONEN

Monat	Beteiligungsgesellschaft	Unternehmen	Branche	Anlass	Verkäufer	Eigenkapital-investment in Mio. EUR	Transaktions-volumen in Mio. EUR
Nov. 11	Halder, Riverside	Keymile GmbH	Telekommunikationsinfrastruktur	Secondary Buyout	Hannover FINANZ		
Nov. 11	Capcellence Mittelstandspartner	4Wheels Service + Logistik GmbH	Autodienstleistung	Buyout	Gründer, Family Office Obrosi Koki Technik Holding		
Nov. 11	Endurance Capital	Koki Technik Seating Systems GmbH	Automobilzulieferer	Buyout			
Nov. 11	bm-t beteiligungsmanagement thüringen	Hasec Elektronik GmbH	Elektronik/Elektro-Baugruppen	Growth			
Nov. 11	eCapital, ungenanntes Family Office	svh24.de GmbH	E-Commerce/Handel	Growth		8 Mio. EUR	
Nov. 11	Zouk Ventures	FFK Environment GmbH	Cleantech/Biokraftstoffe	Growth		12 Mio. EUR	
Nov. 11	Wachstumsfonds Mittelstand Sachsen (CFH/SIB/SC-Kapital)	addfinity testa GmbH	Kunststoffverarbeitung	Growth		2,5 Mio. EUR	
Dez. 11	AFINUM	Schlotterer rollcom.de GmbH & Co. KG	Rollladen-, Sonnen- und Insektenschutzsysteme	Buyout	Familie		
Dez. 11	ABRY Partners	e-shelter facility services GmbH	IT/Facility Services/Rechenzentren	Growth			229 Mio. EUR
Dez. 11	Arcadia	Liberty Damenmoden GmbH	Mode/Bekleidung	Buyout	Bell Rain		
Dez. 11	The Gores Group	Johann Hay GmbH & Co. KG	Automobiltechnik	Buyout	Gründerfamilie		
Jan. 12	Sun European Partners	Automobiltechnik	Automobiltechnik	Secondary Buyout	EQT, Familie Geringhoff		
Jan. 12	Odewald & Cie.	Strauss Innovation GmbH & Co. KG	Handel	Buyout	Gründerfamilie		
Jan. 12	DBAG	Oberberg Klinik Verwaltung GmbH	Klinikenbetreiber	Buyout	Gottschaldt		
Jan. 12	DBAG	Brötje Automation GmbH (BA-Gruppe)	Maschinen- und Anlagenbau	Buyout	CLAAS KGaA		
Jan. 12	AFINUM	Wilhelm Altendorf GmbH & Co. KG	Maschinenbau	Growth			
Jan. 12	WGZ Initiativkapital	dtg young entertainment AG	Software/PC- und Online-Spiele	Growth			
Jan. 12	CAPE Crédit Agricole Private Equity	abakus solar AG	Cleantech/Erneuerbare Energien/Photovoltaik	Growth		ca. 10 Mio. EUR	
Jan. 12	BayBG	Prevero AG	Software/Unternehmensplanung und -controlling	Growth			
Feb. 12	3i	GEKA Brush GmbH	Konsumgüter/ Kosmetikindustriezulieferer	Buyout	Halder		
Feb. 12	BlüO	goldgas GmbH	Energie/Gasversorger	Buyout	Unternehmensgründer		
Feb. 12	Lindsay Goldberg Vogel GmbH	Weener Plastik AG (Weener Plastic Packaging Group)	Verpackungen/Kunststoffe	Buyout	Eigentümerfamilien		
Feb. 12	DBAG	Spheros GmbH	Automobilzulieferer/ Klimasysteme	Secondary Buyout	Baird Capital Partners, Capcellence		
Feb. 12	BayBG	NBE Group GmbH & Co. KG (und Tochterunternehmen)	Bahn- und Bahndienstleistungen jeglicher Art	Growth			
Feb. 12	Haspa BGM	Penpet Petrochemical Trading GmbH	Handel/Chemikalien	Growth			

Quellen: Pressemitteilungen und sonstige öffentliche Quellen

sche Branchen. Bevorzugte Zielbranchen aus internationaler Sicht sind laut einer PwC-Umfrage das Gesundheitswesen sowie Technologie- und Industrie-Unternehmen. „Die Zahlungsbereitschaft ist hoch, insbesondere um Marktanteile zu erhalten bzw. auszubauen und neue Regionen bzw. Märkte zu erschließen“, berichtet Zippel.

Trend zu Buy-and-build-Strategie

Bei Private-Equity-Gesellschaften sieht Zippel das Motiv Buy-and-build stärker im Vordergrund, also die Suche nach Ergänzungsinvestitionen zu bereits vorhandenen Beteiligungen. Bei kleineren Add-ons achte man sehr auf den Preis, während man bei größeren Deals mit strategischem Aspekt (neuer Markt etc.) eher bereit sei, etwas mehr – gemessen an den Multiples – zu zahlen. Wichtig ist laut Zippel, „dass das Unternehmen einen klaren Wachstumskurs – möglichst international – fährt und ein gutes Management hat“. Komme es zu einem Bieterwettbewerb, dann seien allerdings die strategischen Käufer im Vorteil. Auf der Verkaufsseite stehen dabei nicht nur unabhängige Mittelständler, sondern auch Beteiligungsfonds, die aufgrund ihrer Laufzeiten einen gewissen Exit-Druck haben. Der Verkauf an andere Fonds (Secondary Buy-outs) hat nach einem guten ersten Halbjahr 2011 nachgelassen, und so hoffen auch die Fonds, einen Strategen als Käufer zu finden – die im Zweifel auch einen besseren Preis zahlen. „Wir rechnen damit, dass sich die Stimmung generell und speziell auch bei Finanzinvestoren im Jahresverlauf etwas aufhellen wird“, sagt Dill. Allerdings müsse sich die immer noch recht hohe Erwartungshaltung auf Verkäuferseite etwas reduzieren. „Die Bewertungen sind insgesamt etwas nach oben überschossen, das wird sich tendenziell wieder etwas korrigieren.“ Insgesamt werde vom Käufer intensiver geprüft und härter verhandelt. „So dehnt sich die Zeitspanne vom Erstkontakt bis zum Signing in Richtung acht, neun Monate aus.“

Flexible Vertragsklauseln

Zur Überbrückung von Differenzen in den Preisvorstellungen hat sich der Trend zur flexiblen Kaufpreisgestaltung weiter verstärkt, wie Eike Fietz von der

Wirtschaftskanzlei Luther berichtet. Unter anderem geschieht dies durch Earn-out-Vereinbarungen. Dadurch zahlt der Käufer einen Teil nur dann, wenn vereinbarte Parameter in einem Zeitraum nach Vertragsschluss erfüllt werden. Sollten sich die Käufererwartungen überhaupt nicht erfüllen, so bieten Material-Adverse-Change-(MAC-) Klauseln einen Rettungsanker. Auch in diesem Fall werden Parameter (z.B. bestimmte Unternehmenskennzahlen, die allgemeine Marktentwicklung oder regulatorische Dinge) definiert, die sich in der Zukunft negativ auf den Transaktionserfolg auswirken können. Sollten diese eintreten, ermöglicht eine MAC-Klausel üblicherweise den Rücktritt vom Vertrag. Zwecks Absicherung von Gewährleistungsansprüchen des Käufers kommen jetzt häufiger Teile des Kaufpreises – etwa 10 bis 20% – auf ein Treuhandkonto. „Investoren sind heute eher bereit, Ansprüche durchzusetzen“, sagt Fietz. Zum Beispiel, wenn wichtige Kunden des Unternehmens doch nicht so langfristig gebunden sind, wie dem Käufer dargestellt wurde, und dadurch Umsatzausfälle entstehen.



Eike Fietz,
Luther

Ausblick

Ein starker Aufschwung ist zurzeit am M&A-Markt nicht zu erwarten, wohl aber eine leichte Besserung. Dazu müssten aber Turbulenzen und starke Rückschläge an den Finanzmärkten ebenso ausbleiben wie im Zusammenhang mit der Euro-Schuldenkrise. Aus Sicht der Verkäufer ist die Gelegenheit günstig, sie haben gute Zahlen vorzuweisen. Finanzinvestoren ziehen aufgrund ihres Anlagedrucks zudem immer häufiger auch Minderheitsbeteiligungen in Erwägung; das kommt manchem Mittelständler entgegen. An der zurückhaltenden Bankenfinanzierung wird sich aber wohl kaum etwas ändern.

Bernd Frank

redaktion@unternehmeredition.de