

# Gut gefüllte Deal-Pipeline

*Klarer Trend zum Verkäufermarkt*

*Der M&A-Markt in Deutschland, sprich für Fusionen und Übernahmen, hat in den ersten Monaten 2011 noch nicht so stark angezogen wie erwartet. Doch seit April beobachten Experten ein zunehmendes Kauf- und Verkaufsinteresse. Dies könnte etwa ab Herbst zu einer Vielzahl von Transaktionen führen – wenn das wirtschaftliche Umfeld positiv bleibt. Die Preise haben gegenüber 2010 jedenfalls wieder kräftig angezogen.*

## Enttäuschung weicht Optimismus

Nach der überraschend starken Konjunkturerholung im Jahr 2010 hatten Experten auch am Markt für Fusionen und Übernahmen (M&A bzw. Mergers & Acquisitions) im deutschen Mittelstand mit einer deutlichen Beschleunigung der Aktivitäten gerechnet. Vom ersten Quartal 2011 sind aber manche Akteure etwas enttäuscht, die Zurückhaltung bei vielen Kaufinteressenten war nach den Krisenerfahrungen nachhaltiger als erwartet. Das können auch einzelne Großdeals – wie der Verkauf von T-Mobile USA an AT&T und kürzlich des Dieselmotorenherstellers Tognum an Daimler und Rolls-Royce – nicht überdecken. Doch nun deutet sich mit dem zweiten Quartal der Durchbruch hin zu höherer Aktivität an, die im Jahresverlauf zu mehr M&A-Transaktionen führen könnte. Hier und da wird sogar von einer Deal-Welle zum Jahresende gesprochen. Damit es dazu kommt, dürfen allerdings keine exogenen Störungen – z.B. durch Übertreibungen bei den Rohstoffpreisen, die volatiler gewordenen Aktienmärkte oder die Euro-Schuldenkrise – das Umfeld trüben.

## Viel Geld sucht nach Anlagen

Tatsache ist, dass international reichlich Geld vorhanden ist, um einen deutlichen Aufschwung am M&A-Markt zu entfachen – auch im mittelständisch geprägten Deutschland. „Die viele Liquidität, die im Markt ist, sucht wieder nach Anlagen“, sagt beispielsweise Daniel Schenk, Partner bei CFP Corporate Finance Partners. „Strategen und Finanzinvestoren haben genug in der Kasse und wollen mit dem Geld wieder etwas machen“, ergänzt er. Die Angst vor dem Risiko, die für so viel Kaufzurückhaltung gesorgt



Sascha Pfeiffer,  
DC Advisory

hatte, sei nun weitgehend verschwunden. Sascha Pfeiffer, Geschäftsführer von DC Advisory Partners Deutschland, spricht etwas gedämpfter von „vorsichtigem Optimismus“ bei den Akteuren. Bislang habe es insgesamt noch an Vertrauen gefehlt. „Für uns war es nicht ganz verständlich, weshalb der Markt Anfang 2011 nicht wieder richtig angesprungen ist“, meint Pfeiffer.

## Gute Geschäftszahlen schon 2010

Die harte Rezession 2009 und die Probleme der Banken hatten insbesondere bei Finanzinvestoren für eine Lähmung gesorgt, die Unternehmen in ihren Portfolios waren zu dieser schwierigen Zeit überwiegend unverkäuflich. Lediglich Distressed-Spezialisten, die sich auf den Kauf und die Sanierung angeschlagener Unternehmen

konzentrieren, brachten ein wenig Aktivität in den ansonsten weitgehend zusammengebrochenen Markt. Nachdem die ersten Monate 2010 dann schon wieder überraschend gute Geschäftszahlen bei vielen Firmen brachten und die Banken langsam wieder den Kredithahn aufdrehten, begann sich auch der M&A-Markt ab dem Sommer 2010 wieder zu normalisieren. „Die Erwartung, dass es ab Jahresbeginn 2011 wieder richtig losgeht, wurde dann aber enttäuscht“, so Pfeiffer. „Aber nun, seit Mitte Mai etwa, verzeichnen wir eine deutliche Zunahme des Verkaufsinteresses“, versichert er.

### Preise für Verkäufer nun attraktiver

Auch Michael Keller, geschäftsführender Teilhaber von Klein & Coll., sieht im zweiten Quartal nun das etwas verspätete Anspringen des M&A-Geschäfts. „Die meisten Mittelständler sind 2010 letztlich gut durch die Krise gekommen“, sagt er. „Dennoch wurden bis ins erste Quartal 2011 hinein von den Kaufinteressenten noch recht niedrige Preise geboten – und der Markt war bis Ende März sehr ruhig“, hat er beobachtet. Erst seit etwa acht Wochen böten Käufer nun Preise, die auch für die Verkäufer attraktiv

seien – und zwar etwa das 6- bis 8-Fache des EBITDA (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen). Keller: „Zu diesen Konditionen wird es ab Herbst dieses Jahres vermehrt zu Abschlüssen kommen – wobei Strategen gegenüber Finanzinvestoren klar im Vorteil sein dürften.“ Auch andere Berater sehen rege Kaufanfragen. Zurzeit sei die Zahl der Vertragsabschlüsse noch auf „normalem“ Niveau, aber vieles deute darauf hin, dass ab dem vierten Quartal das Geschäft deutlich anziehen werde, heißt es.



Michael Keller,  
Klein & Coll.

### Strategen mit Cash in der Kasse

Den reichlich vorhandenen finanziellen Mitteln bei Unternehmen (als strategische Kaufinteressenten) sowie bei Finanzinvestoren steht ein begrenztes Angebot an attraktiven Unternehmen als Beteiligungsobjekte gegenüber. Dass viel Geld zur Anlage vorhanden ist, hat mehrere Gründe. Viele Unternehmen haben ihre Schulden ▶

deutlich reduziert und durch die gute Konjunktur wieder ordentlich Cash in der Kasse. Private Equity-Häuser haben seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise kaum Geld für Übernahmen ausgegeben, es ist also noch viel übrig in den Fonds. Und drittens suchen Investoren vor dem Hintergrund der dauerhaft niedrigen Zinsen weiterhin nach höher rentierenden Anagemöglichkeiten, sodass sie gerne in Private Equity-Fonds anlegen – zumal das Segment auch zur Diversifikation in großen Vermögensbeständen dient, da diese Anlageklasse nicht so stark mit den klassischen Kapitalmärkten korreliert.

### Private Equity mit großem Anlagedruck

Im Vergleich zu strategischen Käufern stehen Finanzinvestoren unter einem ungleich höheren Anlagedruck. „Es gibt eine Vielzahl von Fonds, deren Investitionsphasen zeitnah auslaufen und die deshalb bald anlegen müssen, wenn sie nicht viel Geld unverzinst an die Investoren zurückfließen lassen wollen“, erklärt Pfeiffer. Die Banken finanzieren zwar wieder mit, sind aber noch etwas vorsichtig. Die hohen Fremdfinanzierungsquoten, die vor der Krise zu einer Vielzahl von Leveraged Buyouts geführt hatten, werden nicht annähernd erreicht. Das heißt, Fonds müssen mit relativ viel Eigenkapitaleinsatz – in der Regel mindestens 50% – nun wieder recht hohe Preise zahlen. Die Konsequenz daraus: Die Renditen der Fonds werden fallen, frühere Zielrenditen von rund 30% per annum sind auf absehbare Zeit nicht mehr zu erreichen. Dabei gibt es, wie Pfeiffer feststellt, eindeutig eine Angebotslücke. „Es ist nicht unüblich, dass es bis zu 15 bis 20 Interessenten pro attraktives Unternehmen gibt.“ Das Angebot sei auch deshalb recht klein, weil erstens große Konzerne

häufig schon fokussiert bzw. verschlankt seien und von ihnen nur noch wenig zum Verkauf gestellt werde, und weil zweitens Mittelständler nicht verkaufen müssten – es sei denn, es gebe Probleme mit der Nachfolgeregelung an der Firmenspitze.

### Gutes Exit-Umfeld

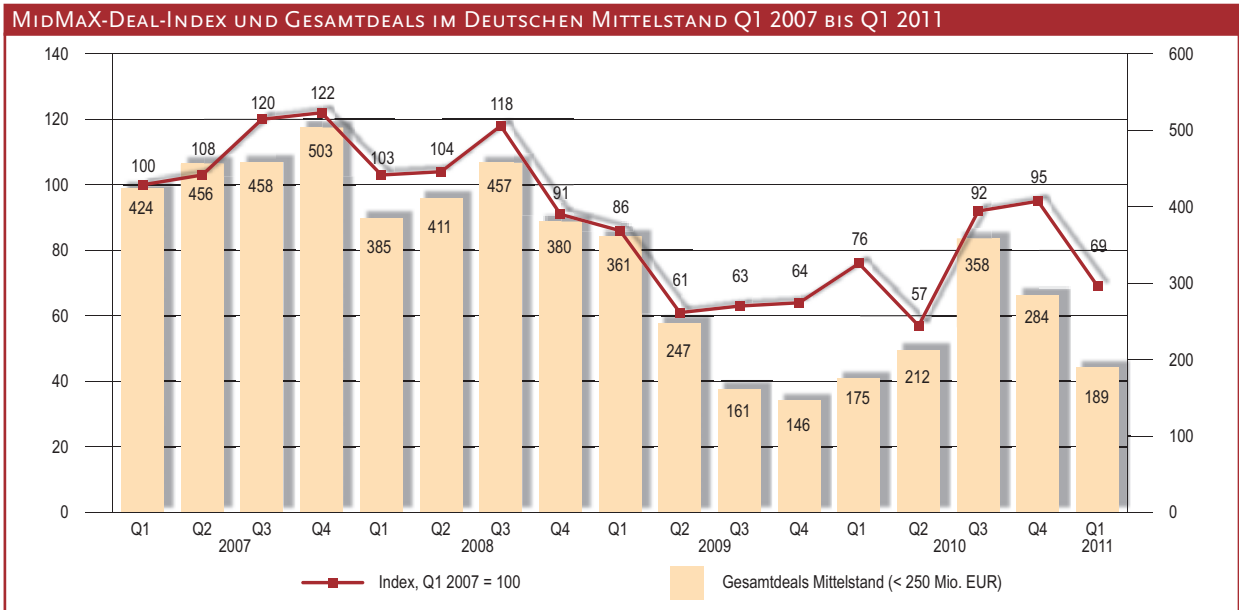
Immerhin: Die Fremdkapitalzinsen sind (noch) niedrig, und das Exit-Umfeld sieht zurzeit für Finanzinvestoren recht gut aus – viel besser als noch im ersten Halbjahr 2010. Strategen sind als Käufer interessiert, das Preisniveau ist wieder hoch, und die Banken haben ihre extreme Zurückhaltung aufgegeben. Es besteht auch ein gewisser Exit-Druck, um Renditen einfahren und neu investieren zu können. Der Trend zu Secondary Deals aus dem vergangenen Jahr dürfte sich fortsetzen. Private Equity-Fonds haben es insgesamt aber weiterhin schwer, das viele Geld sinnvoll anzulegen, nicht nur wegen des Mangels an Kaufgelegenheiten. Denn auf Käuferseite bestimmen die Strategen – mit wieder deutlich verbesserter Kassenlage – den Markt. „Unternehmer wollen mit einem Zukauf entweder das bestehende Geschäft stärken oder aus Diversifikationsgründen eine weitere Geschäftssparte hinzunehmen“, sagt Dr. Karsten Zippel, Vorstand des Beratungshauses Aquin & Cie. Zudem sei manch ein Manager eines Konzerns auf der Suche nach einem Einstieg bei einem Mittelständler (in Form eines Management Buy-in), um dort eigene Strategien umsetzen zu können.



Dr. Karsten Zippel,  
Aquin & Cie

BUY-OUTS JUNI 2010 BIS MAI 2011 IN DEUTSCHLAND (TRANSAKTIONSVOLUMEN >100 MIO. EUR)				
Investor	Unternehmen	Branche	Verkäufer	Transaktionsvolumen in Mio. EUR
Apax Partners	Takko Holding	Konsumgüter/Mode	Advent International	1.250*
Rhône Capital	Carbon Black Gruppe	Chemie/Industrieruße	Evonik	>900
Cinven	S.L.V. Elektronik	Konsumgüter/Elektrotechnik	HgCapital	580
Triton	Dywidag Systems International	Bauwesen	Barclays Capital, Bank of America, CVC	400
IK Investment Partners	GHD Gesundheits GmbH	Healthcare/Krankenpflege	Barclays Private Equity	320
Montagu Private Equity	Host Europe Group	IT-Services/Hosting und Domain Service	Oakley Capital	266
TA Associates, Summit Partners	Bigpoint	Internet/Spiele	NBC Universal, GMT Communications	240
KKR	Versatel	Telekommunikation/Netzwerke	Apax Partners, United Internet	240
Triton	Talis	Wasserarmaturen	Tyco	180
Silverfleet Capital	Schneider Versandholding	Versandhandel/Werbung	Barclays Private Equity	170*
Halder	Gealan Group	Fenstersysteme	Axa Private Equity	170
3i	Amor Group	Konsumgüter/Schmuck	Pamplona Capital Partners	150*
Warburg Pincus	United Internet	Internet Service Provider	Börse	140
Deutsche Private Equity	Westfalia -Automotive	Automobilzulieferer	Odewald & Cie., WestLB	>100
Odewald & Cie	d&b Audiotechnik	Elektronik/Beschallungstechnik	Afinum	100*

\* geschätzt  
Quelle: Pressemitteilungen und sonstige öffentliche Quellen



Quelle: Bundesverband Mergers&Acquisitions

### Konjunkturstable Branchen gefragt

Nachdem 2010 bei vielen potenziellen Käufern die Stabilisierung des bestehenden Geschäfts im Fokus stand und potenzielle Verkäufer zu den aufgerufenen Niedrigpreisen nicht abgeben wollten, sehen nun viele Akteure die Zeit für konkrete Verhandlungen gekommen. Zippel: „Im Moment sind viele Sachen in der Vorbereitung, die Deal-Pipeline bei uns hat einen Status erreicht wie seit zwei Jahren nicht mehr.“ Private Equity-Häuser richteten dabei ihren Fokus auf eher konjunkturstable, also wenig zyklische Branchen wie Healthcare (z.B. Pflegeheime, Reha- und Fachkliniken, Medizintechnik), Dienstleister und Clean Energy und alles, was damit zusammenhängt (Zulieferer). Von anderen Experten werden zudem IT, Software, Internet, E-Commerce und Sicherheitstechnik als gut laufende und begehrte Branchen genannt.



Daniel Schenk, CFP  
Corporate Finance Partners

„Bei Technologieunternehmen wollen Käufer allerdings die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells, insbesondere die Skalierbarkeit und Monetarisierung, bewiesen sehen“, sagt Schenk von CFP. Stark zyklische Branchen wie Maschinenbau und Automobilzulieferer werden aktuell seitens der Finanzinvestoren und Banken eher gemieden, wie Zippel und Pfeiffer feststellen.

### Tendenz zum Verkäufermarkt

Angesichts vieler Interessenten und nur begrenzten attraktiven Angebots hat sich der M&A-Markt in den vergangenen Monaten von einem Käufer- zu einem Verkäufermarkt entwickelt. Schenk: „Es gibt viel mehr Geld im Markt als gute Angebote bzw. Deals. Damit sind die Verkäufer in einer guten Position, sie können oft mit mehreren Interessenten parallel verhandeln und denjenigen mit den besten Konditionen auswählen.“ Das

wirkt sich nicht nur auf die Preise bzw. Bewertungsmultiplikatoren aus, sondern auch auf die Vertragsgestaltung. Die Due Diligence ist zwar immer noch sehr detailliert. „Aber in den Vertragsabschlüssen werden die Garantien, die die Verkäufer geben müssen, nicht mehr ganz so streng gehandhabt“, erklärt Zippel. Zum Teil würden die Zeiträume, für die Garantien bezüglich der Einhaltung bestimmter Finanzkennzahlen (Covenants) vereinbart würden, etwas kürzer gefasst als noch vor ein oder zwei Jahren. Häufig lasse der Verkäufer die daraus entstehenden Haftungsrisiken versichern (Warranty and Indemnification Insurance), was letztlich beiden Seiten zugute komme. Zudem machen die guten Geschäftszahlen seit 2010 die Unternehmen „in einem Verkaufsprozess stark und selbstbewusst“, wie Keller von Klein & Coll. feststellt. Wie er rechnen auch andere M&A-Berater ab dem vierten Quartal 2011 mit einer Vielzahl von Abschlüssen. Schenk: „Wir erwarten in den nächsten zwölf bis 24 Monaten eine hohe Nachfrage nach attraktiven Deals und einen sehr guten Markt, insbesondere im Bereich Internet bzw. Web 2.0.“

### Fazit:

Mit deutlicher Verzögerung scheint nun in Deutschland auch der Markt für Fusionen und Übernahmen richtig anzukommen. Wegen des aufgestauten Nachholbedarfs dürfte es, wenn das allgemeine Umfeld günstig bleibt, zu einem echten Aufschwung kommen. Dabei dürften auch wieder ausländische Bieter – insbesondere aus Asien – kräftig mitmischen, denn viele deutsche Mittelständler sind gestärkt aus der Krise gekommen. Spannend bleibt, wie sich Private Equity-Investoren in diesem Umfeld schlagen werden. ■

Bernd Frank  
redaktion@vc-magazin.de