

M&A-Zyklus – Warten auf den Aufschwung

Kai Tschöke & Bernhard Klemen, Morgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main*

1. Einleitung

► In Fortsetzung der letzten Quartale verharrten auch im dritten Quartal 2009 die M&A-Volumina auf einem im Langfristvergleich niedrigen Niveau – trotz gewisser Belebungsstendenzen blieb das M&A-Segment in der Krise gefangen. Allerdings setzte sich der im zweiten Quartal 2009 begonnene erfreuliche Trend hin zu einer stabileren Entwicklung der Kapital- und insbesondere der Aktienmärkte sowie einem Rückgang an Volatilität fort.

Treiber dafür waren u.a. die positive Entwicklung von makroökonomischen Frühindikatoren wie Verbrauchervertrauensindizes, das reale Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in einigen Industrieländern, die wahrgenommene Stabilisierung auf vielen nationalen Arbeitsmärkten sowie das prognostizierte ca. 9%-Wachstum der Volksrepublik China. Der von den Zentralbanken forcierte Liquiditätsüberhang hat zusätzlich dazu beigetragen, und über den durch das niedrige Zinsniveau generierten Anlagedruck zunächst die Fremdkapitalmärkte und -emissionen und in der Folge Aktienmärkte und Kapitalerhöhungen signifikant gestützt.

Im dritten Quartal und bis zum Jahresende 2009 führten das gestärkte Vertrauen in die aufkeimende Wirtschaft sowie die überschüssige Liquidität allerdings bereits wieder zu ambitionierten Bewertungsniveaus, die signifikante Gewinnsteigerungen für 2010 und 2011 bereits einpreisen. Auch darf nicht übersehen werden, dass einige makroökonomische Indikatoren durch die massiven fiskalpolitischen Eingriffe der Nationalstaaten – Stichwort Konjunkturprogramme – beschönigt sind und daher eine realwirtschaftliche Erholung suggerieren, deren Beweis in 2010 erst noch erbracht werden muss. China, dem zentralen Wachstumsmotor des Jahres 2009, wird von vielen Seiten durch die staatlichen Stützungsmaßnahmen eine zumindest beginnende Blasenbildung auf dem Immobilien- und Aktienmarkt attestiert.

Weitere Unsicherheit resultiert verstärkt aus der historisch einmaligen Geldmengenausweitung der Zentralbanken und deren Ausstiegsplänen aus der expansi-

ven Geldpolitik sowie den Auswirkungen auf Zinsen und Inflation – Zentralbanken befinden sich in der Zwickmühle, Inflationszielgrößen im Auge behalten zu müssen, ohne aber das schwach bis moderate Wirtschaftswachstum unterminieren zu wollen. Verschärfend kommen noch die massiven Neuverschuldungen der meisten Staaten hinzu, welche weitere staatliche Konjunkturunterstützungsmaßnahmen unwahrscheinlich erscheinen lassen und in den kommenden Jahren die Flexibilität der Fiskalpolitik durch erhöhte laufende Zinsbelastungen einschränken werden. Steigende Inflation würde eine Entschuldung hier zwar erleichtern, allerdings die Zinszahlungen gleichsam erhöhen und direkt sowie indirekt über Fremdwährungskursanpassungen das Wirtschaftswachstum und damit auch das Steuereinkommen reduzieren.

Es sind diese Unsicherheiten, die die realwirtschaftliche Erholung zum Ende des Jahres 2009 fragil erscheinen lassen. Die weiterhin zahlreichen Krisenthemen wie Nakheel/Dubai, die Verschuldungskrise in Griechenland, ein mögliches Downgrade von Spanien sowie die ungelösten Bilanzthemen zahlreicher Banken (exemplarisch die Situation um die Hypo Group Alpe Adria mit ihrem hohen CEE-Exposure) zeigen beispielhaft die immanenten Risiken im Gesamtsystem. So sehr wie der M&A-Markt ein positives Aktienmarktumfeld braucht (und in der Vergangenheit stets mit sechs bis neun Monaten Verzögerung darauf mit höheren Aktivitätsniveaus reagiert hat), so wenig erscheint dies derzeit wirklich gesichert. Die M&A-Perspektiven für das Jahr 2010 werden im Ausblick noch ein wenig detaillierter beleuchtet.

2. Überblick: Das Umfeld hellt sich auf, doch die Volumen bleiben niedrig

Zunächst aber zu den empirischen Eckdaten des dritten Quartals 2009: Das globale M&A-Volumen ist im

* Autorenkontakt: kai.tschoeke@morganstanley.com, bernhard.klemen@morganstanley.com.

dritten Quartal des vergangenen Jahres um knapp 30% von 490 Mrd. US-\$ auf 345 Mrd. US-\$ zurückgegangen (vgl. Abb. 1). In Europa betrug der Rückgang nur ca. 5%, wodurch der Anteil am globalen Volumen von 26% auf 35% anstieg. Nicht überraschend hing die M&A-Entwicklung weiterhin mit der in den letzten Ausgaben diskutierten Kreditklemme zusammen, die allerdings – soweit seitens der Unternehmen ein funk-

tionierender Kapitalmarktzugang besteht – derzeit in vielen Fällen durch Anleiheemissionen und Kapitalerhöhungen kompensiert werden kann.

Aus Branchensicht waren die regen Aktivitäten im Finanzsektor der letzten Quartale weiter rückläufig. Obwohl der Finanzsektor gemessen am Gesamtvolumen im Sektorenvergleich wieder einen Rang im

Abb. 1 | M&A-Volumenentwicklung 1995 bis Q3 2009

Quelle: Thomson Financial

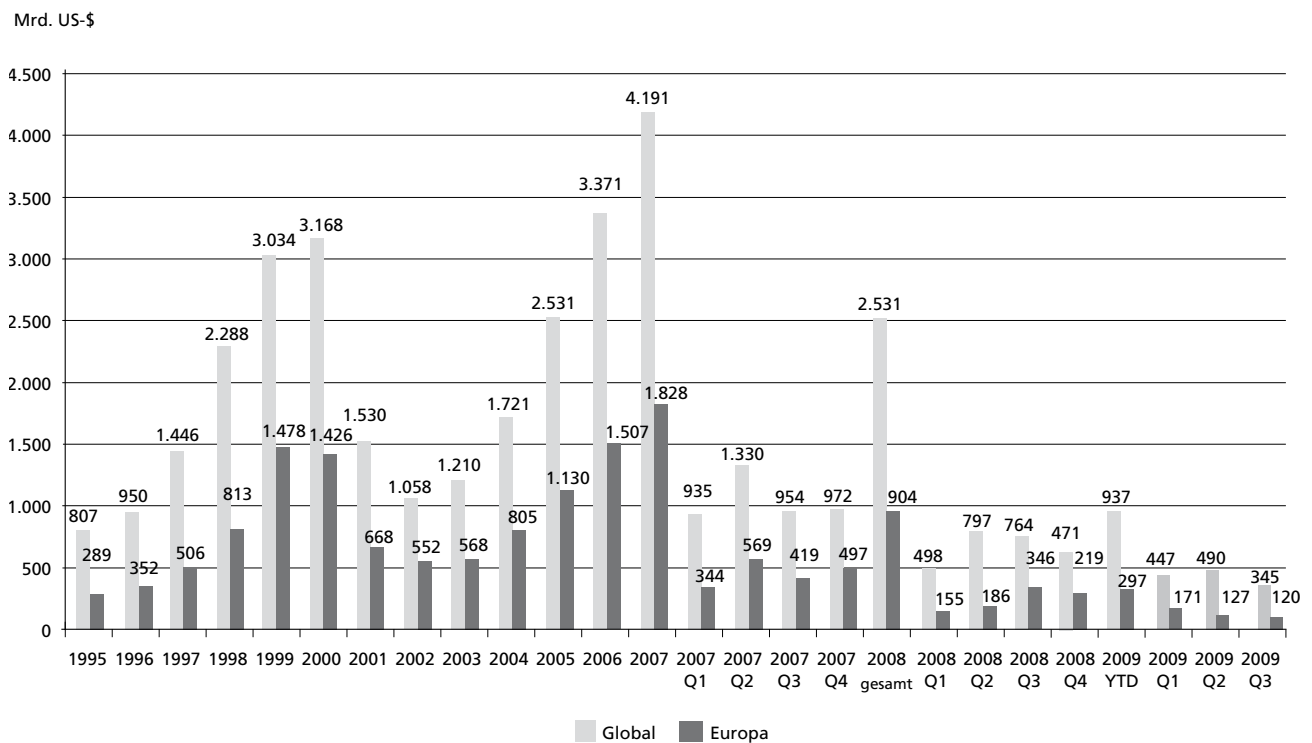
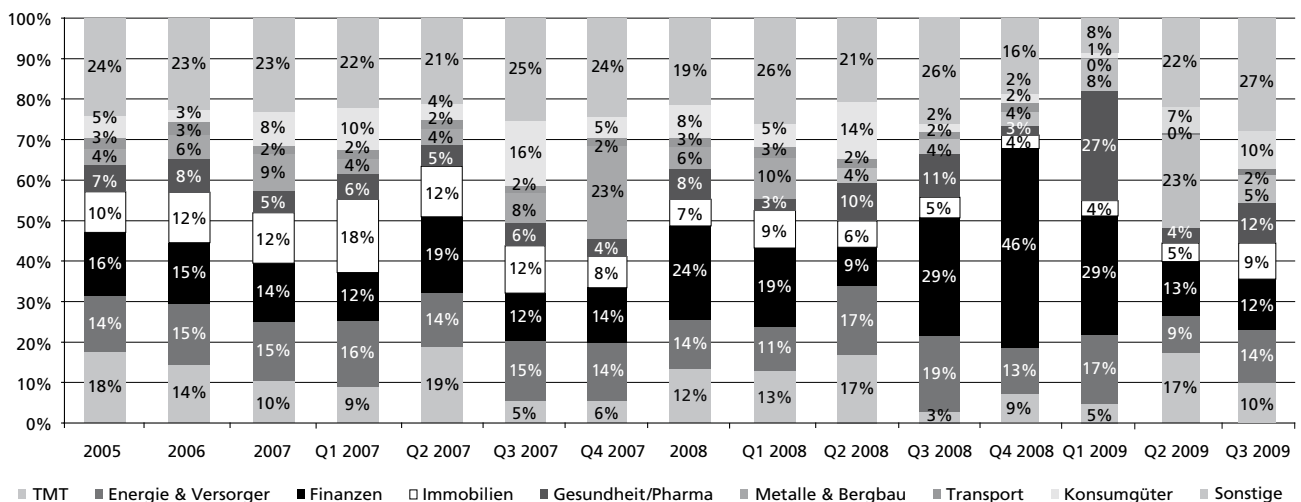


Abb. 2 | M&A-Volumen nach Sektoren 2005 bis Q3 2009

Quelle: Thomson Financial



Vergleich zum dritten Rang des vorherigen Quartals gutmachen konnte, sank der Anteil am Gesamtvolumen von 13% im zweiten Quartal auf 12% im dritten Quartal. Der Energie- & Versorger-Sektor liegt mit einem 14%-Anteil am Gesamtvolumen an erster Stelle, an dritter Stelle liegt der Gesundheits- und Pharmasektor mit knapp 12% (vgl. Abb. 2).

Zu den größten angekündigten M&A-Transaktionen im dritten Quartal 2009 (vgl. Abb. 3) gehörte das feindliche Übernahmeangebot von Kraft Foods, Cadbury für 19,3 Mrd. US-\$ in einer Cash- und Stock-Transaktion sowie die

verschiedenen Transaktionen rund um Porsche und Volkswagen, u.a. der Verkauf von 49,9% an der Porsche AG an Volkswagen durch die Porsche Holding SE.

Bei Betrachtung des M&A-Volumens nach Regionen (vgl. Abb. 4) zeigt sich, dass der Europaanteil im Quartalsvergleich signifikant von 26% auf 35% gestiegen ist, während der Anteil Amerikas von 45% auf 37% zurückgegangen ist. Der Anteil Asiens am globalen M&A-Volumen kletterte leicht von 24% auf 26% und erreichte damit den höchsten Wert in dem Betrachtungszeitraum.

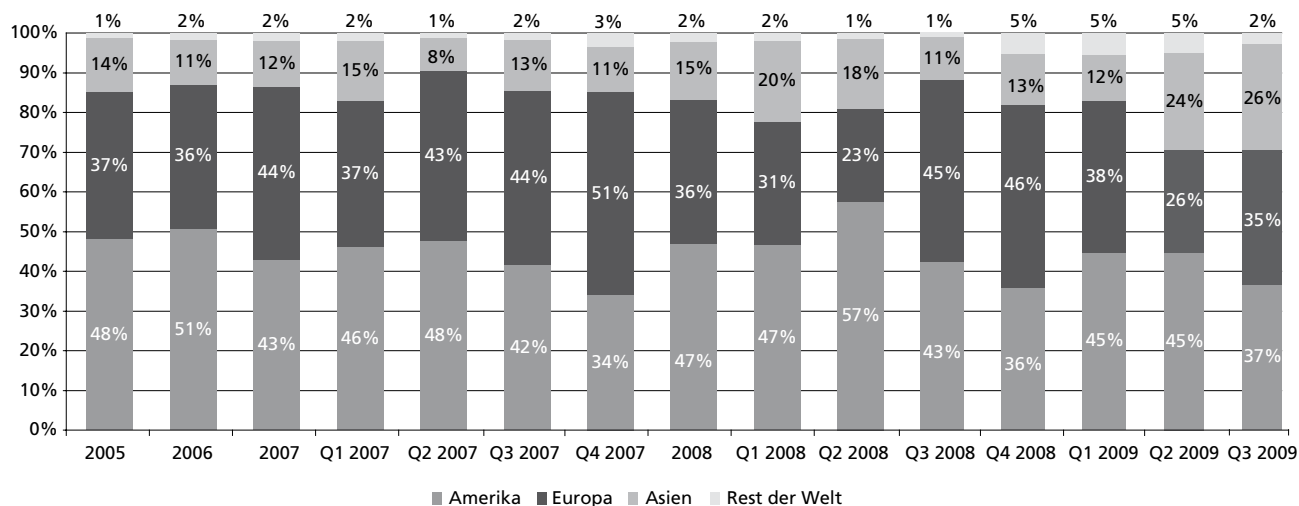
Abb. 3 | Die zehn größten angekündigten M&A-Transaktionen Q3 2009

Quelle: Thomson Financial

Platz	Bekanntgabe	Zielunternehmen	Land	Käufer	Land	Wert (Mio. US-\$)
1	07.09.2009	Cadbury PLC	Großbritannien	Kraft Foods Inc.	USA	19.255
2	13.08.2009	Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG	Deutschland	Volkswagen AG	Deutschland	12.696
3	24.07.2009	Volkswagen AG	Deutschland	Qatar Investment Authority	Katar	9.569
4	30.07.2009	Merial Ltd.	USA	Intervet/Schering-Plough	Niederlande	8.000
5	28.09.2009	Affiliated Computer Svcs Inc.	USA	Xerox Corp.	USA	7.976
6	28.09.2009	Solvay Pharmaceuticals S.A.	Belgien	Abbott Laboratories	USA	7.603
7	31.08.2009	BJ Services Co.	USA	Baker Hughes Inc.	USA	5.530
8	16.09.2009	Bertin S/A	Brasilien	JBS S/A	Brasilien	5.180
9	13.08.2009	Porsche Holding Salzburg	Österreich	Volkswagen AG	Deutschland	5.072
10	12.08.2009	Thüga AG	Deutschland	Investorengruppe	Deutschland	4.119

Abb. 4 | M&A-Volumen nach Regionen (Zielland) 2005 bis Q3 2009

Quelle: Thomson Financial



2.1 Finanzsektor immer noch im Blickpunkt von Investoren

Obwohl die Transaktionsintensität seit ihrem Höhepunkt im vierten Quartal 2008 abgeflaut ist, liegt der Investorenfokus weiterhin auf dem Finanzsektor, der quasi ein globales Krisenbarometer abgibt. Positive (wie z.B. die Rückzahlung von TARP- und sonstigen staatlichen Hilfspaketmitteln) wie negative Nachrichten aus dem Finanzsektor treiben und beeinflussen die Märkte. Aktuellstes Beispiel hierfür ist notwendig gewordene Rettung der Hypo Group Alpe Adria, welche in Folge hoher Wertberichtigungen, vor allem im Leasing und generell im CEE-Geschäft, zum Jahresende die regulatorischen Mindestkapitalerfordernisse zu unterschreiten und damit unter Geschäftsaufsicht gestellt zu werden drohte. Die notwendige Rekapitalisierung, um dies zu verhindern, konnte von den Altgesellschaftern, allen voran der deutschen Landesbank BayernLB, nicht getragen werden. Daher war eine 100%-Verstaatlichung mit mehr als 1 Mrd. Euro Sanierungsbeitrag und signifikanten Liquiditätszusagen der Altaktionäre die einzig verbleibende Möglichkeit, eine für Österreich und einige CEE-Staaten systemrelevante Bank zu stabilisieren. Hier bestätigen sich die Unsicherheiten hinsichtlich Kapitalisierung des Finanzsektors.

Der Höhepunkt des Vorsorgebedarfs für ausgefallene und ausfallbedrohte Kredite wird für Anfang bzw. Mitte 2010 erwartet, und die Geschwindigkeit und Beständigkeit der makroökonomischen Erholung ist schwierig voraussagbar. Durch Kapitalisierung und Unsicherheiten bezüglich regulatorischer Entwicklungen im Zuge des G20-Gipfels im März 2010 mangelt es weiterhin an der Bereitschaft des Bankensektors, Finanzierungen zuzusagen. Dies jedoch droht auf mittlere Frist die

makroökonomische Erholung abzuschwächen, sofern der Residualfinanzierungsbedarf nicht über Anleihen und Eigenkapital vollständig gedeckt werden kann. Refinanzierungsprobleme spielen wie auch schon in den letzten Quartalen für den Unternehmenssektor und im besonderen für sogenannte „Distressed“ Situationen eine entscheidende Rolle. Aus M&A-Sicht ist natürlich auch relevant, dass die mit den EU-Genehmigungsverfahren einhergehenden Auflagen zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen infolge mitgliedstaatlicher Beihilfemaßnahmen im Finanzsektor direkt durch Teilverkäufe und geforderte Eigentümerwechsel die Aktivität in diesem Sektor in den nächsten Jahren beeinflussen werden.

2.2 Historischer Höchststand nationaler Transaktionen

Der Anteil nationaler Transaktionen am globalen Gesamtvolumen ist mit 73% für das Jahr 2009 um 14% höher als im Jahr 2008 und entspricht einem historischen Höchststand (vgl. Abb. 5). Dieser Anstieg lässt sich durch Verstaatlichungen im Finanzsektor im ersten Quartal und nationale Übernahmen im Pharma- und TMT-Sektor erklären. Im dritten Quartal des abgelaufenen Jahres ist mit dem VW/Porsche-Deal die zweitgrößte Transaktion eine nationale.

Der Anteil sowohl interregionaler als auch intraregionaler Transaktionen ging verglichen mit 2007 und 2008 seit Jahresbeginn zurück. Mit einem 16%-Anteil der interregionalen Transaktionen und einem 11%-Anteil der intraregionalen zeigt sich dasselbe Bild wie im Jahr 2003. In einer von Unsicherheiten geprägten Phase sind verständlicherweise nationale Transaktionen auf dem Vormarsch, bei denen zumindest Währungs- und Länderri-

Abb. 5 | M&A-Volumen: nationale vs. internationale Transaktionen 2000 bis 2009

Quelle: Thomson Financial

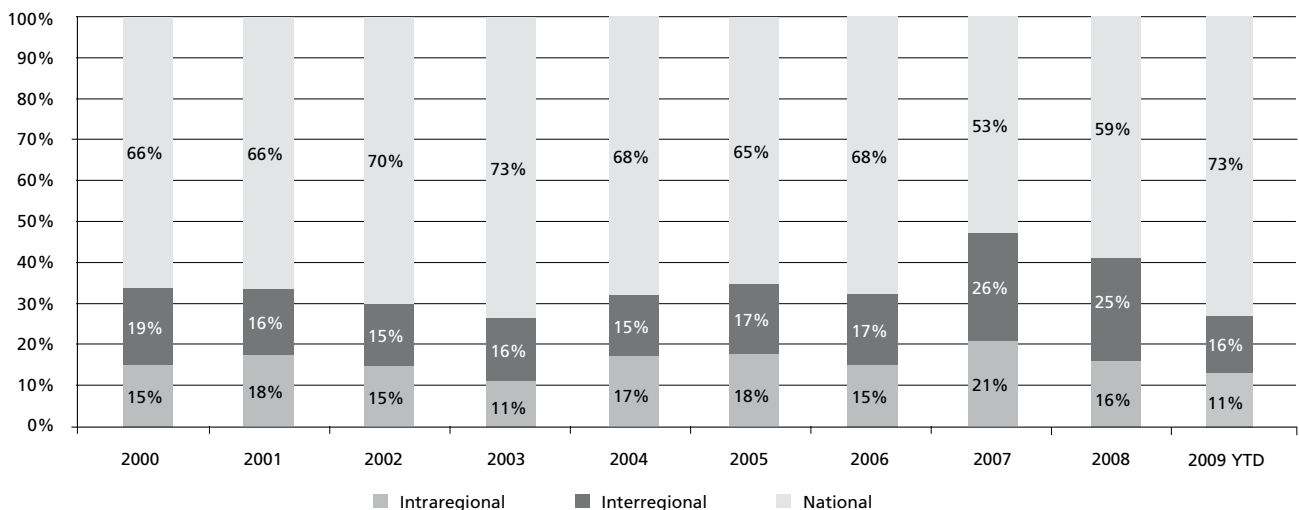


Abb. 6 | M&A-Volumen: eingesetzte Transaktionsmittel 1999 bis 2009

Quelle: Thomson Financial

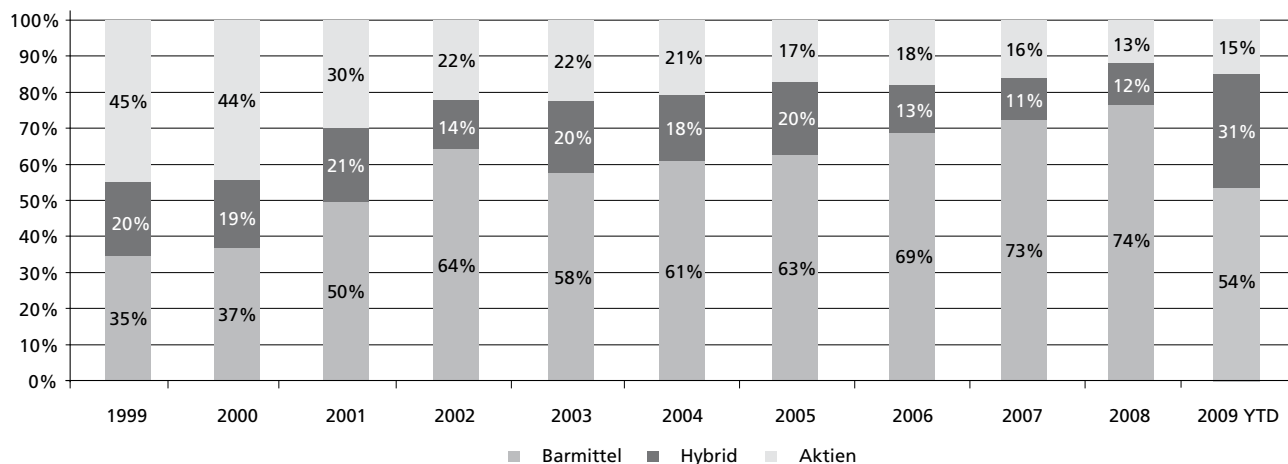
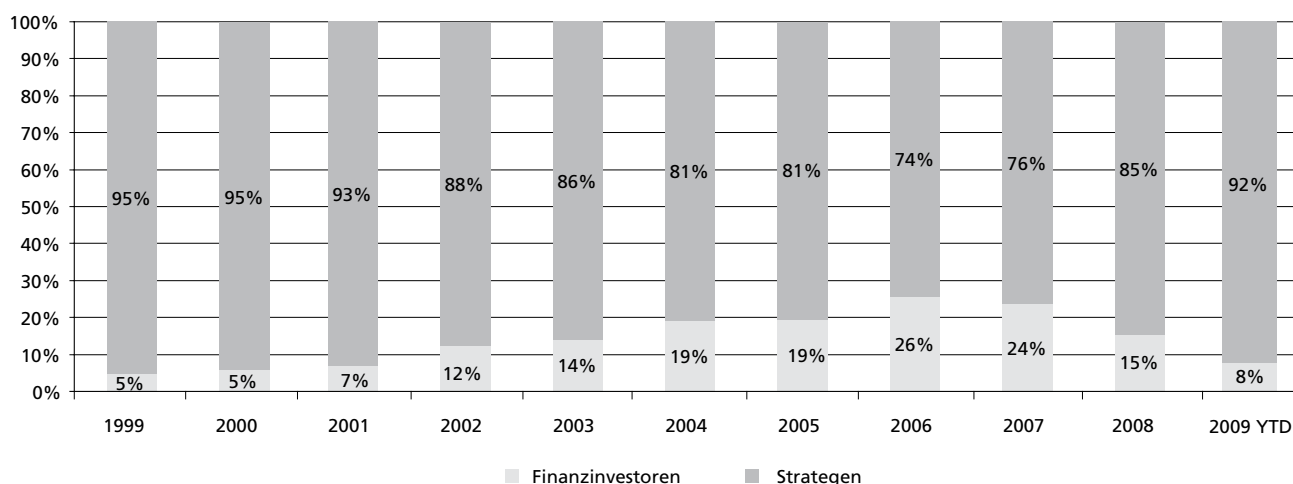


Abb. 7 | Anteil Strategen und Finanzinvestoren am M&A-Markt 1999 bis 2009

Quelle: Thomson Financial



siken ignoriert werden können. Allerdings bieten sich oftmals durch Fremdwährungskursverschiebungen auch interessante Akquisitionsmöglichkeiten, wie derzeit für nichtamerikanische Unternehmen durch die anhaltende US-\$-Schwäche.

Der Anteil an hybridfinanzierten Transaktionen ist mit 31% seit Jahresbeginn 2009 im Jahresvergleich immer noch auf einem Höchststand (vgl. Abb. 6), obwohl im Quartalsvergleich der Anteil rückläufig ist. Der cash-finanzierte Anteil ist von 43% für die ersten zwei Quartale 2009 auf 54% für die ersten drei Quartale angestiegen, während der Erwerb durch Aktien von 20% auf 15% des Gesamtvolumens gefallen ist. Dieser geringe Anteil an aktienfinanzierten Transaktionen lässt sich weiterhin durch hohe Verwässerungseffekte erklären, die sich

durch die Kursverluste bis März 2009 ergeben haben. Allerdings konnte hier seit den Tiefstständen wieder einiges an Boden gutgemacht werden.

Der Anteil der Finanzinvestoren an allen Transaktionen liegt mit 8% seit Jahresbeginn um 3% höher als in den ersten beiden Quartale 2009 (vgl. Abb. 7). Diese Entwicklung ist im Lichte der Finanzierungsknappheit zu sehen, welche schon angesprochen worden ist; für eine wirkliche Erholung bei Private Equity-Transaktionen ist die Bereitschaft der Kreditgeber, auch frisches Geld zumindest für eine Brückenfinanzierung bereitzustellen, erforderlich. Aktuelle Transaktionen hatten entweder einen sehr hohen Eigenkapitalanteil, oder die bestehende Verschuldung wurde vom Erwerber übernommen, so dass keine Finanzierungsnotwendigkeit bestand.

Für viele Finanzinvestoren steht deshalb weiterhin die Betreuung beziehungsweise die Restrukturierung ihrer Portfolio-Unternehmen im Vordergrund, die oftmals durch stark fremdfinanzierte Transaktionen übernommen wurden und nun durch hohe Verschuldungsniveaus überproportional stark vom Konjunkturrückgang betroffen sind. Solange allerdings die Investoren, die Private Equity über ihre Einlagen finanzieren, an dieser Anlageklasse festhalten, wird (und muss) Private Equity auch Erwerbe durchführen, um dieses Kapital einzusetzen. Deswegen ist davon auszugehen, dass die Investoren ihren Fonds signalisieren, dass sie sinnvolle Transaktionen wieder unterstützen, und somit wird der Anteil der Finanzinvestoren 2010 voraussichtlich wieder steigen.

3. Ausblick für 2010

Als Interessensträger der M&A-Branche schließen wir uns der These an, dass das M&A-Volumen im Jahr 2009 seinen zyklischen Tiefpunkt erreicht hat. Die Kombination aus für Finanzierungsmaßnahmen nutzbaren Aktienmärkten sowie einer erwarteten Bodenbildung im operativen Ergebnis der Unternehmen sollte im Jahr 2010 M&A-Aktivitäten auf breiterer Basis ermöglichen. Insbesondere der schon angesprochene Finanzbereich wird aufgrund der anstehenden Restrukturierungstransaktionen, die vor allem durch Auflagen der Europäischen Kommission getrieben werden, zu den aktiveren Sektoren gehören. Ebenso sollte das Augenmerk auf die Branchen Pharma/Healthcare, Investitionsgüter und Automobilzulieferer gelegt werden, in denen sich interessante Deals abzeichnen.

Eine Erholung bei Private Equity-Transaktionen wird hauptsächlich von der Bereitschaft potenzieller Kreditgeber abhängen, Geld in substantiellem Umfang für Brückenfinanzierungen bereitzustellen – selbst wenn die endgültige Finanzierung dann über die Hochzinsanleihen oder andere Instrumente erfolgt. Ein weiterer Treiber werden notwendige Portfolio-Veräußerungen der Private Equity-Fonds sein, die nicht nur Liquidität für neue Transaktionen schaffen, sondern auch essenziell für das Vertrauen der langfristigen Kapitalgeber sind, diese Anlageklasse weiterhin mit Kapital auszustatten. Wir gehen trotz der angesprochenen Unsicherheitsfaktoren insgesamt davon aus, dass Investoren ihren Fonds die Bereitschaft signalisieren, sinnvolle Transaktionen zu unterstützen. Die frühen Phasen des Aufschwungs nach einer Krise waren in der Vergangenheit (z.B. 2003/2004)

sehr gute Investitionsjahre. Ein ähnliches Szenario halten wir für 2010 für wahrscheinlich.

Während die Finanzierung von Transaktionen bei Investment Grade-Käufern aufgrund des bestehenden Liquiditätsüberhangs in den Märkten attraktive Finanzkonditionen bescherte, wird sich im kommenden Jahr ebenso die Finanzierung für Non Investment Grade-Unternehmen verbessern. Die Marktöffnung für High Yield-Anleihen steht hier besonders im Vordergrund. Durch diese Marktentwicklung werden auch komplexere Strukturierungen der Finanzierung von M&A-Deals wieder interessanter.

Der Umfang der Konzernabspaltungen blieb im abgelaufenen Jahr unter den Erwartungen, welches jedoch in den meist relativ unattraktiven Bewertungen begründet ist. Allerdings kann derzeit beobachtet werden, dass viele der Großunternehmen sich mit diesem Thema auseinandersetzen. Folglich erwarten wir einen deutlichen Anstieg derartiger Transaktionen, insbesondere bei weiter ansteigenden Bewertungsniveaus.

Vor dem Hintergrund steigender Kurserwartungen, welche aufgrund des derzeitigen Bewertungsniveaus und der eingepreisten Gewinnsteigerungen nicht einstimmig geteilt werden, werden auch Share Deals bei Akquisitionen immer interessanter. Jedoch gestaltet sich diese Art der Bezahlung für deutsche Unternehmen weiterhin technisch schwierig, wenn nicht auf bestehende Aktien wie Treasury-Aktien zurückgegriffen werden kann. Die „klassische“ Strukturierungsform des Barerwerbs finanziert durch Fremdkapital und ggf. Kapitalerhöhungen stellt hierbei eine deutlich flexiblere Variante dar.

Der Anteil feindlicher Übernahmen wie z.B. Cadbury Schweppes war im abgelaufenen Jahr bereits erstaunlich hoch. Die sich abzeichnende Stabilisierung der Ergebnislage der Unternehmen wird ein sinkendes Risiko für diese Art von Transaktionen zur Folge haben und könnte ihren Anteil am Gesamtmarkt weiter erhöhen.

Zusammenfassend bleibt zu erwähnen, dass 2009 ein Jahr von zahlreichen Sonderentwicklungen war, welche das M&A-Bild und auch die Positionierung der Banken in den einschlägigen League Tables sehr verzerrt haben. Mit der Verringerung von Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor gehen wir deswegen für das Jahr 2010 von einem deutlich „normaleren“ Jahr für das M&A-Geschäft aus. ■