

# M&A-Sentiment 2006

## Die Expertenumfrage

Nach drei eher verhaltenen Jahren hat der deutsche M&A-Markt 2005 wieder deutlich an Dynamik gewonnen: Das Volumen der Übernahmen mit deutscher Beteiligung stieg im Vergleich zum Vorjahr um mehr als 80 % auf fast 160 Mrd. Euro. Allerdings ging die Zahl der Transaktionen um etwa 23 % zurück, was auf eine bedeutende Anzahl an Großtransaktionen schließen läßt. Wie wird sich der deutsche Markt für Fusionen und Übernahmen dieses Jahr entwickeln?

**Dirk Albersmeier, Head of M&A for Germany, Switzerland and Austria, JPMorgan:**

Wir erwarten eine Fortsetzung des Trends, daß deutsche Unternehmen ihre Globalisierungsstrategie umsetzen und infolgedessen auch in größerem Maße als in der Vergangenheit im Ausland akquisitiv sind. Voraussetzung ist, daß weiterhin stabile Rahmenbedingungen vorherrschen und Unternehmen weiterhin von dem positiven Kapitalmarkt und Zinsumfeld profitieren können.

**Christopher Dill, Director, equinet Corporate Finance:**

Das angefangene Jahr zeigt seit langem wieder einmal, daß sich die M&A-Aktivitäten – nach den sonst typisch hektischen M&A-Aktivitäten zum Jahresende hin – auch im neuen Jahr auf einem hohen Niveau fortsetzen werden. Die Entwicklung im letzten Jahr war einmal durch die Übernahmen im Finanzsektor – wie die Übernahmen von HVB und von EuroHypo zeigen – und zum anderen durch die großen Immobilienportfolio-Transaktionen geprägt. Ob sich diese Einmaleffekte fortsetzen werden, bleibt abzuwarten. Die positive Stimmung der Kapitalmärkte seit dem 2. Halbjahr 2005 spielt für die Entwicklung der M&A-Aktivitäten eine wesentliche Rolle. Weiterhin ist davon auszugehen, daß durch die hohe Liquidität



im Leverage Buy-out-Markt die Finanzinvestoren kombiniert mit den akquisitionsfinanzierenden Banken dem M&A-Markt wesentliche Impulse verschaffen werden. Sofern sich diese Indikatoren nicht wesentlich verändern, gehen wir davon aus, daß der M&A-Markt sich auf einem ähnlichen Niveau wie 2005 bewegen wird.

**Joachim Dübner, Managing Partner, Network Corporate Finance:**

Angesichts der deutlich gestiegenen Finanzkraft der Firmen, einer stärkeren Finanzierungsbereitschaft der Banken und einem allgemein positiven Markt sentiment für das Thema Übernahmen gehen wir von einem weiterhin positiven Marktumfeld aus. Dabei scheint die Bereitschaft, auch große Übernahmen insbesondere auch im Ausland zu schultern, besonders groß zu sein. Aber auch im Mittelstand sehen wir weiterhin einen gesunden und nachhaltigen Übernahmemarkt.

**Dr. Stefan Duhnkrack, Rechtsanwalt und Partner, Heuking Kühn Lüer Wojtek:**

Der deutsche Markt für Fusionen und Übernahmen wird sich dieses Jahr weiter nach oben entwickeln. Der Regierungswechsel mit der großen Koalition hat dazu geführt, daß Unternehmen glauben, verlässlicher planen zu können. Alle Konjunkturbarometer zeigen, daß sich der konjunkturelle Aufschwung in der Bundesrepublik

### M&A-SENTIMENT 2006: FORTSETZUNG DER AKTIVITÄTEN AUF HOHEM NIVEAU ERWARTET

Im Anschluß an drei schwache Jahre und eine zaghafte Trendwende 2004 entfalten die M&A-Aktivitäten 2005 in Deutschland wieder eine starke Wachstumsdynamik. Ob sich das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen dieses Jahr auf hohem Niveau fortsetzen wird, der Akquisitionshunger von Strategen und Finanzinvestoren anhält und welche Gefahren durch den hohen Fremdkapitalanteil bei Transaktionsfinan-

zierungen drohen, wollte das GoingPublic Magazin von M&A-Beratern, -Anwälten und -Experten wissen. Bitte beachten Sie auch das Kapitalmarkt-Sentiment auf den Seiten 42-47, das Venture Capital- und Private Equity-Sentiment auf den Seiten 70-74 sowie das Venture Capital- und Private Equity Dachfonds-Sentiment auf den Seiten 80-82.

Markus Hofelich

verstetigt. Das wird von ausländischen Investoren deutlich wahrgenommen. Das Engagement ausländischer Private Equity-Investoren wird ebenfalls anziehen (dazu sogleich Antwort 2). Die zunehmende Möglichkeit von grenzüberschreitenden Restrukturierungen/Umwandlungen, die weitere Harmonisierung des Kapitalmarktrechts in Europa sowie eine belastbare Steuerpolitik unterstützen diesen Prozeß. Hinzu kommt, daß mehr und mehr das Thema der Nachfolge im deutschen Mittelstand zu Lösungen drängt.

**Manfred C. Ferber, Geschäftsführender Gesellschafter, Dr. Ferber & Partner:**

Der deutsche M&A-Markt ist in einer exzellenten Verfassung. In den ersten sechs Wochen des Jahres 2006 wurden in Europa M&A-Transaktionen im Wert von 154 Mrd. US-\$ angekündigt, d.h. etwa dreimal mehr als im Vorjahreszeitraum. Allein deutsche Unternehmen haben seit Jahresanfang Zukäufe von 84 Mrd. US-\$ im Ausland angekündigt. Mittelfristig wird der deutsche M&A-Markt weiterhin attraktiv wachsen. Treiber für die Entwicklung sind die gefüllten Kriegskassen der Unternehmen, der zunehmende Druck zur weitgreifenden Sektor-Konsolidierung sowie die boomende Beteiligungsbranche.

**Dr. Christian Zschocke, Managing Partner, Morgan Lewis & Bockius:**

Wir sehen zuversichtlich auf eine Fortsetzung dieser Trends im Jahr 2006. Das gute Jahr 2005 ermöglicht finanzielle Spielräume, die die Unternehmen nutzen werden.

**Nachdem 2004 angelsächsische Private Equity-Investoren dominierten, kehrten 2005 auch strategische Investoren in größerem Maße zurück. Welche Bedeutung werden beide Gruppen 2006 einnehmen?**

**Dirk Albersmeier, Head of M&A for Germany, Switzerland and Austria, JPMorgan:**

Nachdem im letzten Jahr strategische Investoren in erster Linie ihren Anteil am M&A-Geschäft „aufgeholt“ haben und Finanzinvestoren, unterstützt von dem sehr positiven Finanzierungsumfeld, weiterhin sehr aktiv waren, gehen wir auch zukünftig von einer gleichmäßigen Gewichtung beider Investorentypen für 2006 aus. Unserer Erwartung nach werden zunehmend sehr große LBO-Transaktionen zu beobachten sein (wie zum Beispiel der Kauf von



Dirk Albersmeier

TDC in Dänemark), bei denen sich eine Reihe von Private Equity-Investoren in einem Konsortium zusammenschließen und Transaktionen in Angriff nehmen wird, die bisher aufgrund von Größenrestriktionen nicht darstellbar waren.

**Christopher Dill, Director, equinet Corporate Finance:**

Die Private Equity-Investoren werden auch zukünftig eine tragende Rolle bei potentiellen M&A-Transaktionen einnehmen. Im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern spielen Private Equity-initiierte Transaktionen in Deutschland immer noch eine untergeordnete Rolle, sofern die großen Buy-outs im Milliardenbereich außen vor gelassen werden. Die Finanzinvestoren haben in der Vergangenheit einen wesentlichen Beitrag dazu



Christopher Dill

geleistet, das Verständnis für Transaktionen dieser Art, aber auch für eigenkapitalähnliche Finanzierungen im Mittelstand in Deutschland zu fördern. Jedoch bestehen gegenüber Finanzinvestoren – ob Mezzanine oder Equity-Gebern – in weiten Teilen des deutschen Mittelstandes nach wie vor deutliche Ressentiments. Die Strategen spielen in der Tat wieder eine größere Rolle. Auch wenn jüngst die Übernahme von ProSiebenSat.1 geplatzt ist, gehen wir bei equinet davon aus, daß die Strategen nach langer Enthaltensamkeit deutlich aktiver an den Akquisitionsprozessen teilnehmen werden. Im letzten Jahr waren bereits nicht nur einige „secondary“- , sondern auch „tertiary“-Deals von Finanzinvestoren zu beobachten; wir gehen davon aus, daß sich dies zugunsten der Trade Sales verschieben wird und somit auch die Strategen involviert.

**Joachim Dübner, Managing Partner, Network Corporate Finance:**

Die PE-Investoren aus dem In- und Ausland werden weiter sehr präsent sein und die hier eingerichteten „Brückenköpfe“ weiter ausbauen wollen. Die Strategen haben ihre Beteiligungsstrukturen bereinigt und ihre Finanzkraft gestärkt und suchen jetzt nach interessanten Arrondierungsmöglichkeiten. Gerade in Branchen, in denen sich PE-Investoren naturgemäß schwer tun, wie in bestimmten Handelssegmenten (z.B. Automobilhandel) oder im Anlagen- und Apparatebau sowie in bestimmten Bereichen des Maschinenbaus schlägt die Stunde der Konsolidierer und Strategen.

**Dr. Stefan Duhnkrack, Rechtsanwalt und Partner, Heuking Kühn Lüer Wojtek:**

Private Equity-Investoren werden weiterhin in Deutschland eine wesentliche Rolle spielen, insbesondere bei

Distressed Assets, insgesamt tendenziell aber wohl wieder mehr im Zusammenhang mit multinationalen Engagements. Der allgemeine, in Antwort 1 beschriebene Konjunkturaufschwung wird strategische Investoren ermutigen, dies insbesondere auch im mittelständischen Segment, wo Nachfolgeregelungen gefragt sind.

**Manfred C. Ferber, Geschäftsführender Gesellschafter, Dr. Ferber & Partner:**

Der strategische Investor sucht strategische leicht verdaubare und integrierbare Assets und kommt in Auktionen dort auch meist zum Zuge. Private Equity-Investoren sind unschlagbar bei komplexen Transaktionen. Nach dem Platzen der Börsenblase in 2001 haben sich deutsche Unternehmen bei weiteren Übernahmen zurückgehalten und sich auf die interne Effizienz- und Profitabilitätssteigerung focussiert. Nun haben die Unternehmen ihre Hausaufgaben erledigt und schalten auf Wachstum um. In sich konsolidierenden Branchen ist es hierbei für die Unternehmen entscheidend, sich pro-aktiv als Katalysator des globalen industriellen Umbaus zu positionieren. Dies zeigen Mega-Deals wie die angekündigte Übernahme von Endesa durch E.ON, das Angebot von BASF für Engelhard, der Übernahmeveruch von ThyssenKrupp bei DOFASCO oder das Bestreben von Linde, den britischen Konkurrenten BOC zu übernehmen. Auch abseits von den großen publikumswirksamen Transaktionen kehren die Unternehmen nun an den M&A-Markt zurück und sind bereit, für interessante Assets attraktive Bewertungen zu bieten. Dies führt dazu, daß der Wettbewerb zwischen Finanzinvestoren und Strategen um interessante Übernahmeziele noch härter wird. Insgesamt ist zu erwarten, daß der Marktanteil der Private Equity-Fonds in einem insgesamt wachsenden M&A-Markt



Manfred C. Ferber

zurückgeht, wobei das absolute Volumen der durch Finanzinvestoren durchgeführten Transaktionen nicht sinken wird. Hierzu ist die für Investitionen in neue Beteiligungen bereitstehende Liquidität im zweistelligen Milliardenbereich viel zu hoch.

**Dr. Christian Zschocke, Managing Partner, Morgan Lewis & Bockius:**

Strategen und institutionelle Investoren werden auch 2006 im Wettbewerb um neue Transaktionen stehen.

**Ein bedeutender M&A-Treiber war 2005 auch die Strategie vieler Konzerne, sich stärker auf ihr Kerngeschäft zu konzentrieren. So entschieden sich Verkäufer, nicht zum Kerngeschäft zählende Randbereiche abzuspalten, während strategische Käufer mit Akquisitionen ihr Kerngeschäft ausbauen. Wird sich dieser Trend 2006 fortsetzen oder wird es zu einem Comeback der in den 80er Jahren favorisierten Diversifikationsstrategie kommen?**

**Dirk Albersmeier, Head of M&A for Germany, Switzerland and Austria, JPMorgan:**

Unternehmen werden auch weiterhin darauf focussiert sein, ihr Kerngeschäft auszubauen und bestehende Bereiche zu arrondieren. Wir können keine Anzeichen erkennen, die eine Wiederbelebung der Diversifikationsstrategie erwarten lassen.

**Christopher Dill, Director, equinet Corporate Finance:**

Es ist nicht davon auszugehen, daß sich die Diversifikationsstrategie der 80er Jahre so schnell wieder durchsetzen wird. Wir gehen davon aus, daß sich die Konzerne nach wie vor von Randbereichen trennen werden – wobei hier den Finanzinvestoren eine wichtige Katalysatorfunktion zukommen wird –, um gezielt ihre Kernkompetenzen zu stärken.

**Joachim Dübner, Managing Partner, Network Corporate Finance:**

Wir glauben, daß dies wellenförmige Bewegungen sind. Kontraktion gleich Konzentration auf das Kerngeschäft, und wenn das keine attraktiven Wachstumsmöglichkeiten mehr bietet, kommt wieder die Expansion in neue oder angrenzende Bereiche.



Joachim Dübner

Anzeige

**bfc**  
Boris Faibt

CONSULTING

- Unternehmenssteuerung
- Cash-Flow Verbesserung
- Restrukturierung
- Interimsmanagement

Tel. 045 33/792000  
www.bfc-consulting.de

Unternehmensberatung zur Optimierung des wirtschaftlichen Erfolgs

**Dr. Stefan Duhnkrack, Rechtsanwalt und Partner,  
Heuking Kühn Lüer Wojtek:**

Der Trend einer Konzentration auf das Kerngeschäft wird im Grundsatz weiter anhalten. In dem Maße, wie ein solcher Trend anhält, wird langsam, aber in den nächsten Jahren wahrnehmbar, auch wieder der eine oder andere strategische Investor diversifizieren, dies ganz einfach auch vor dem Hintergrund von Marktopportunitäten.

**Manfred C. Ferber, Geschäftsführender Gesellschafter,  
Dr. Ferber & Partner:**

Die deutschen Unternehmen haben in jüngster Vergangenheit viel restrukturiert, dabei auch Randbereiche abgestoßen und verfügen nun über teilweise beträchtliche Liquiditätsreserven. Zugleich sehen sich die Vorstände von großen Konzernunternehmen dem Druck einer vermehrt angelsächsisch geprägten Anlegerschaft ausgesetzt, eine attraktive Verzinsung auf dem eingesetzten Kapital zu erzielen. Aus diesem Grund müssen Konzerne im Ausland nach Wachstumsmöglichkeiten suchen. Finden sich keine lohnenden Akquisitionsziele, sind Sonderdividenden und Aktienrückkäufe die Folge. Diversifikationen in neue, dem Unternehmen fremde Geschäftsfelder kommen hierbei weniger in Betracht, da der Kapitalmarkt solche Konglomerate mit einem Bewertungsabschlag bestrafen würde.

**Dr. Christian Zschocke, Managing Partner,  
Morgan Lewis & Bockius:**

Wir rechnen damit, daß Unternehmen sich auch zunehmend wieder zutrauen, neue Geschäftsbereiche zu erschließen, wobei die Konzentration in reifen Märkten fortgesetzt wird.



Dr. Christian Zschocke

**In den vergangenen Jahren ist bei Unternehmensübernahmen durch Finanzinvestoren – getrieben durch günstiges Zinsniveau und eine freigiebige Kreditvergabepraxis der Banken – der Fremdkapitalanteil bei der Transaktionsfinanzierung enorm gestiegen. Wie beurteilen Sie derzeit die durch einen zu hohen Leverage verursachten Gefahren?**

**Dirk Albersmeier, Head of M&A for Germany,  
Switzerland and Austria, JPMorgan:**

Wir erwarten nicht, daß per se ein hohes Risiko vom relativ hohen Verschuldungsgrad bei Private Equity-

Transaktionen ausgeht, da dies unseres Erachtens vorrangig das positive konjunkturelle Umfeld widerspiegelt. Außerdem dient die Nutzung von Fremdkapital nicht zuletzt auch dazu, bestehende Ineffizienzen in der Kapitalstruktur von Unternehmen zu korrigieren.

**Christopher Dill, Director, equinet Corporate Finance:**

In der Tat waren im letzten Jahr einige ungewöhnlich hohe Verschuldungsmultiplikatoren bei Übernahmen auch im MidCap-Segment zu beobachten. Ob dies zuletzt ausschließlich mit dem derzeit niedrigen Zinsniveau zusammenhängt, mögen wir bezweifeln. Letztlich ist dies vielmehr auf die hohe verfügbare Liquidität, auch durch den Zulauf bei den Hedgefonds, das risikoadjustierte Pricing, die Strukturierung der Laufzeiten der Tranchen, der weiter fortschreitenden Differenzierung der Finanzierungsinstrumente und nicht zuletzt auf den zunehmenden Wettbewerb unter den Finanzinstituten zurückzuführen. Im Prinzip geht es um Cash-Flow Lending; solange die positiven Gewinn- bzw. Cash Flow-Erwartungen anhalten, der Exitmarkt – auch unterstützt durch den Kapitalmarkt – weiter funktioniert und wir keine fundamentale Änderung der konjunkturellen Erwartungshaltung erfahren, gehen wir davon aus, daß sich der Finanzierungsmarkt entsprechend stabil halten wird. Der Wettbewerb der Anlagemittel und die daraus resultierenden hohen „Einkaufspreise“ gehen letztendlich zu Lasten der Rendite der Equity-Sponsoren; daher ist zu erwarten, daß sich der Markt eher von dieser Seite regulieren wird.

**Dr. Stefan Duhnkrack, Rechtsanwalt und Partner,  
Heuking Kühn Lüer Wojtek:**

Die auf einem zu hohen Leverage bei Transaktionen von Finanzinvestoren beruhenden Gefahren sind evident. Erstens ist deutlich zu spüren, daß Banken insofern eine zunehmende Zurückhaltung haben. Zweitens werden Rating-Gesichtspunkte und sicher auch die eine oder andere Unternehmenskrise im Einzelfall für eine Änderung sorgen, dies auch vor dem Hintergrund einer wieder zu beobachtenden, sich verstärkenden IPO-Entwicklung und der Erleichterung des Zugangs zum (Eigen-)Kapitalmarkt, die zum Beispiel der Entry Standard der Deutschen Börse für den Mittelstand bietet.

**Manfred C. Ferber, Geschäftsführender Gesellschafter,  
Dr. Ferber & Partner:**

Erst vor kurzem warnte S&P vor Risiken, die sich aus sehr aggressiven Finanzierungsstrukturen ergeben könnten. Zwar sind die Finanzierungsmodelle bei steigenden Kaufpreisen durchaus aggressiver geworden, wobei das Verhältnis der aufgenommenen Schulden zu den erzielten Gewinnen der Unternehmen so hoch wie nie zuvor ist, doch erscheint dies unproblematisch unter der Bedingung deutlich gesunder Unternehmen mit soliden Finanzplanungen in einem stabilen Umfeld von tiefen Zinsen.

**Dr. Christian Zschocke, Managing Partner,  
Morgan Lewis & Bockius:**

Solange die Zinsen auf dem bisherigen Stand verbleiben, dürfte die Fremdkapitalfinanzierung keine erhöhten Gefahren verursachen.

**Welche weiteren Trends (z.B. Branchen, Preise etc.) werden Ihrer Meinung nach das M&A-Jahr 2006 bestimmen? Welche Impulse erwarten Sie 2006 aus dem Mittelstand?**

**Dirk Albersmeier, Head of M&A for Germany,  
Switzerland and Austria, JPMorgan:**

Unseres Erachtens werden wir zwei Haupttrends sehen: (1) Entschiedene Umsetzung der Globalisierungsstrategie deutscher Unternehmen, unabhängig von der Branche, dies beinhaltet auch sehr große Transaktionen. (2) Zunehmende Größe von LBO-Transaktionen im Rahmen sog. Club-Deals, d.h. Akquisition durch Private Equity-Konsortien. Zwei Sonderthemen, die den M&A-Markt weiterhin begleiten werden, sind die pan-europäischen Konsolidierungstendenzen im Telekommunikationssektor sowie im Bankenwesen.

**Christopher Dill, Director, equinet Corporate Finance:**

Grundsätzlich geht equinet nicht davon aus, daß sich das Bewertungsniveau weiter erhöhen wird. Das Bewertungsniveau ist z. Zt. anspruchsvoll und wird sicherlich von Finanzinvestoren dazu genutzt werden, geeignete Exits herbeizuführen. Das Nachfolgethema im Mittelstand wird unserer Meinung deutlich überschätzt und letztendlich seit Jahrzehnten propagiert. Die Unternehmen, die sich in der Vergangenheit nachhaltig gut aufgestellt haben, werden sicherlich gezielt nach Akquisitionen suchen, um ihre Kernkompetenzen zu stärken. Impulse erwarten wir vom Kapitalmarkt. Zum einen als Exit-Kanal für Randbereiche von Konzernen oder auch als Exit-Möglichkeit für Private Equity-Beteiligungen. Zusätzlich wird bei Übernahmen die Akquisitionswährung „Aktie“ wieder eine stärkere Rolle spielen. Grundsätzliche Impulse erwartet equinet durch das Revirement der Technologiewerte sowie der Unternehmen, die im Sektor der erneuerbaren Energien unterwegs sind. Wir schätzen den Konsolidierungstrend insbesondere in mittelständisch geprägten und stark fragmentierten Branchen wie dem Maschinenbau oder der Nahrungs-/Konsumgüterindustrie ungebrochen hoch ein.



**Dr. Stefan Duhnkrack, Rechtsanwalt und Partner,  
Heuking Kühn Lüer Wojtek:**

Die vorgenannten Entwicklungen werden sich in allen Branchen abzeichnen, besonders vielleicht bei Finanzdienstleistungsunternehmen und im Maschinenbau sowie bei stark wachstumsgetriebenen Branchen wie der Biotechnologie. Bei den Preisen (Kaufpreisen für Unternehmen) wird grundsätzlich eine weiter vorsichtige und konservative Betrachtung den Schwerpunkt bilden. Impulse aus dem Mittelstand sind – wie aber auch in allen Jahren vorher – ständig zu erwarten und zu beobachten, weil der Mittelstand als Motor der Gesamtwirtschaft stetigen Veränderungsbedarf in alle Richtungen hat.



Dr. Stefan Duhnkrack

**Manfred C. Ferber, Geschäftsführender Gesellschafter,  
Dr. Ferber & Partner:**

Gemäß aktuellen Expertenbefragungen wird das M&A-Umfeld einheitlich als gut oder exzellent betrachtet und für 2006 weiteres Wachstum erwartet. Durch die verstärkte Involvierung von strategischen Investoren, die hohen Multiples für Bankfinanzierungen bei Akquisitionen sowie den starken Wettbewerb verschiedenster Käufergruppen haben sich die Kaufpreise kräftig nach oben entwickelt. Auch sehen wir Pharma (OTC und Generika) wie auch Konsumgüter für 2006 als besonders interessante Branchen. Allerdings wird sich die Tendenz zu großen Transaktionen durch strategische Käufer fortsetzen; insbesondere dort, wo ein genereller Trend zur umfassenden Branchenkonsolidierung gegeben ist, wie z.B. im Energie-, Chemie-, Stahl- und Finanzsektor. Aus diesem Grunde ist zu erwarten, daß mittelgroße Übernahmen durch Finanzinvestoren bis 150 Mio. Euro deutlich zunehmen werden. Dies betrifft vor allem Transaktionen mit Mittelstandsunternehmen. Neben den für die deutsche Unternehmenslandschaft typischen industriellen Sektoren ist zu erwarten, daß die Dienstleistungs-, Gesundheits- und Logistiksektoren zunehmend stärker in den Focus der Finanzinvestoren geraten.

**Dr. Christian Zschocke, Managing Partner,  
Morgan Lewis & Bockius:**

Der Mittelstand wird weiterhin eine zentrale Rolle spielen.