

Deutscher M&A-Markt kühlt ab – geplante Milliarden-Übernahmen stimmen hoffnungsvoll

Das M&A-Jahr 2019 wird als lebhaftes, aber – gemessen an den Zahlen – eher unterdurchschnittliches Jahr in Erinnerung bleiben. Die Summe der Transaktionsvolumina blieb hinter den Ausnahmejahren 2016 und 2018 deutlich zurück, lag aber höher als in den Jahren 2015 und 2017. Das starke dritte Quartal mit einem Transaktionsvolumen von über 50 Milliarden US-Dollar war das stärkste dritte Quartal seit 2016 und gab Anlass zu der Hoffnung, dass sich die Dynamik am M&A-Markt von der Abkühlung der Konjunktur und den geopolitischen Risiken abkoppeln würde. Das vierte Quartal verlief jedoch enttäuschend; es war das schwächste vierte Quartal seit 2011.

Große Mengen verfügbaren Kapitals, Anlagedruck bei den Kapitalsammelstellen und niedrigen Zinsen treiben die M&A-Aktivität nach wie vor an und sorgen für eine gewisse Abfederung politischer Unsicherheiten. Allerdings wurde im Jahresverlauf deutlich, wie stark diese Balance von politischen Faktoren abhängt. Der Handelskrieg zwischen den USA und China, der britische Austritt aus der EU und andere Handels- und Wirtschaftskonflikte sorgen gerade in den exportabhängigen Sektoren der deutschen Industrie für besondere Unsicherheit. Sicherlich liefert die starke Exportorientierung Deutschlands einen Teil der Erklärung dafür, dass die anderen großen Volkswirtschaften in Europa (Frankreich und das Vereinigte Königreich) weniger starke Rückgänge verzeichneten.

Aktionäre profitieren von aktivistischen Kampagnen

Ein relativ neues Phänomen im deutschen M&A-Geschehen sind aktivistische Aktionäre. Schon in weiter zurück liegenden Fällen war deutlich geworden, dass ihr Auftreten durchaus im Interesse der traditionellen Long-only-Investoren liegen kann: Nicht zuletzt profitieren auch sie von den aktivistischen Kampagnen, die sich regelmäßig in höheren Kursen der jeweiligen Unternehmen widerspiegeln. Verstärkt wird deutlich, dass aktivistische Kampagnen die Veräußerung von Geschäftsbereichen zum Ziel haben können, was sich positiv auf die M&A-Aktivität auswirkt.

Zu den prägenden Transaktionen des Jahres 2019 gehören sicherlich auch die – nicht in allen Fällen erfolgreichen – „Public-to-Private“-Transaktionen, d.h. die Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft und deren anschließender Rückzug von der Börse. Anfang des Jahres hatten wir das Potenzial für derartige Transaktionen im Large Cap-Bereich gesehen, und mit Scout24, Springer und Osram gab es große Zielgesellschaften, an deren Übernahme gearbeitet wurde – freilich mit gemischtem Erfolg. Für die Aktionäre hat sich der Rückzug von der Börse durch die hohen Prämien oft gelohnt. Aber auch die Bieter und die Zielgesellschaften profitieren: Sie haben ein Interesse daran, das sich das von der Börse genommene Unternehmen in Ruhe weiterentwickeln kann, frei von Berichtspflichten und teurer Regulatorik, vor allem aber ohne die Gefahr, dass sich aktivistische Investoren in die Unternehmensstrategie einmischen. Für Bieter, die deutsche Zielgesellschaften erwerben wollen, ist der Weg weg von der Börse durchaus dornig: Anders als in anderen Ländern gibt es keinen schnellen Weg auf die 100%; außerdem wissen spezialisierte ereignisgetriebene Investoren, wie sie die Eigenheiten des deutschen Aktienrechts dafür nutzen können, die Übernahme zu verteuern. Wenn sich die politischen Rahmenbedingungen nicht drastisch verändern, wäre zu erwarten, dass wir im nächsten Jahr weitere „Public-to-Private“-Transaktionen sehen werden.

Fehlende Blockbuster-Deals trüben M&A-Markt ein

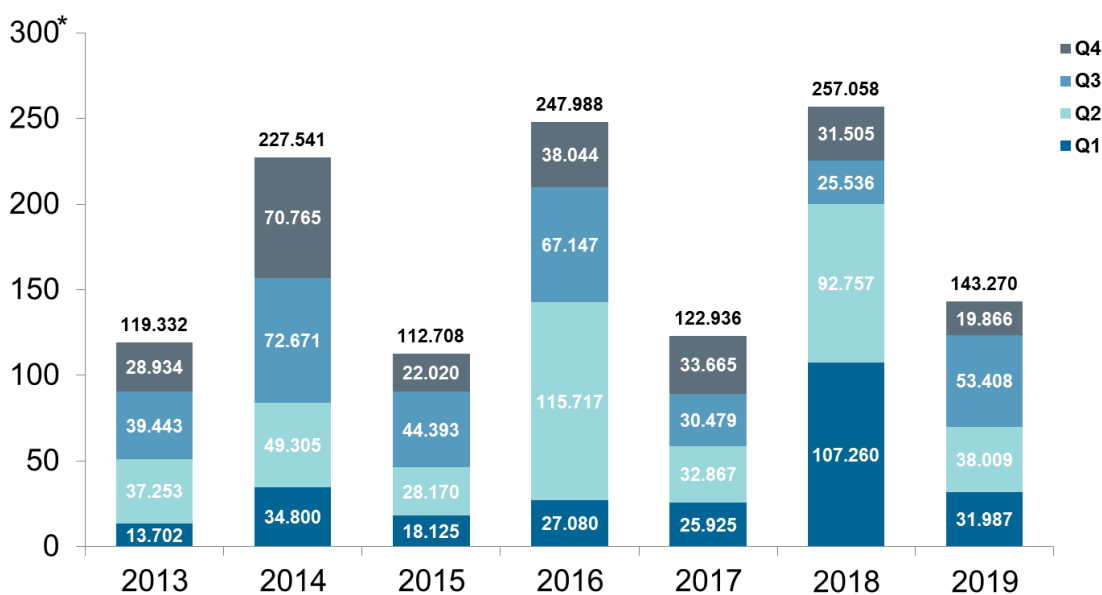
Und so zeigt sich nach dem starken dritten Quartal, dass gerade in Deutschland eine stärkere Eintrübung einsetzte und das vierte Jahresviertel zu den schwächsten Quartalen der vergangenen 10 Jahre gezählt werden muss. Ein Ergebnis, das sich vor allem im Vergleich mit den Zahlen des ausgesprochen starken M&A-Jahres 2018 niederschlägt. So ist das Deal-Volumen im direkten Vergleich mit dem Vorjahresquartal von 31,5 Milliarden US-Dollar auf 19,9 Milliarden US-Dollar gesunken, was einem Rückgang von 37% entspricht. Auch die Anzahl der Deals sank um 33% von 625 im Vorjahreszeitraum auf 420. Auffällig ist vor allem das Fehlen der großen Deals, die – sieht man einmal von der Übernahme von Cypress durch Infineon mit einem Volumen von

10,4 Milliarden Dollar ab – in diesem Jahr völlig ausgeblieben sind. Es hat sich weiterhin gezeigt, dass Targets in den USA für deutsche Unternehmen besonders attraktiv bleiben.

Beinahe anachronistisch erscheint es, dass trotz zunehmender Besorgnis gerade unter deutschen Managern der Übernahmeappetit in deutschen Unternehmen einen neuen Höchststand erreicht:

65 % der befragten Unternehmen in Deutschland planen einer der Börsen-Zeitung veröffentlichten EY-Befragung zufolge, in den nächsten zwölf Monaten Zukäufe zu tätigen. Das ist der höchste Wert seit 2010, als die Befragung zum ersten Mal durchgeführt wurde. Sicherlich sind hier sowohl Innovationsdruck wie auch der Umstand, dass viele Unternehmen in ihren Kerngeschäften nicht mehr wachsen können, entscheidende Treiber.

M&A-Transaktionen mit deutscher Beteiligung 2013 – 2019



*Dealvolumen in Mio. USD

Bedeutende Transaktionen mit deutscher Beteiligung

Neben den schon erwähnten „Public-to-Private“-Transaktionen war das Ende des Übernahmepokers um den deutschen Stromproduzenten Uniper sicherlich der Schlusspunkt unter einem herausragenden Deal. Der Energiekonzern Fortum sieht sich nach über zwei Jahren am Ziel. Rund 2,3 Milliarden Euro zahlen die Finnen für die 20,5-prozentige Beteiligung der aktivistischen Investoren Elliott und Knight Vinke. Mit insgesamt über 70 Prozent aller Anteile kann der Mehrheitsaktionär dann die Kontrolle bei Uniper übernehmen. Die russische Anti-Monopolkommission FAS musste die Transaktion genehmigen, da sowohl Fortum als auch Uniper Kraftwerke in Russland betreiben.

Auch der Vollzug der Neuordnung der Aktivitäten von Eon, RWE und Innogy fällt in das Jahr 2019.

Zu erwähnen ist auch, dass der Handelsriese Metro seine knapp 100 Großmärkte an das chinesische Unternehmen Wumei verkauft hat. Der Konzern geht dafür eine strategische Partnerschaft mit dem chinesischen Einzelhändler ein und erhält 20 Prozent der Anteile an dem Joint Venture, zu dem künftig die Metro China gehören wird. Bei dem Deal wird das China-Geschäft mit 1,9 Milliarden Euro bewertet, was dem 12-fachen des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Ebitda) entspricht. Die Transaktion unterliegt den üblichen behördlichen und regulatorischen Genehmigungen in China. Der Abschluss wird spätestens für das 2. Quartal 2020 erwartet.

Bewegung gibt es auch auf dem Immobilienmarkt: Die Allianz Real Estate GmbH, der Immobilienarm des deutschen Versicherungskonzerns Allianz, kauft japanische Wohnimmobilien im Wert von rund 1,1 Milliarden Euro aus dem Bestand von Fonds des US-Investors Blackstone. Insgesamt wechseln 4600 Wohnungen, die überwiegend in den Metropolen

Tokio, Osaka, Nagoya und Fukuoka liegen, den Besitzer.

Nach einer Kapitalspritze hat der spanische Großaktionär Acciona die 30-Prozent-Marke beim Hamburger Windanlagenbauer Nordex deutlich überschritten und den Aktionären ein Übernahmeangebot unterbreitet. Der Equity Value liegt bei insgesamt rund 1,1 Milliarden Euro.

Der Impfstoffhersteller Bavarian Nordic übernimmt vom britischen Pharmakonzern Glaxosmithkline (GSK) zwei Reiseimpfstoffe zur Prävention von Tollwut und gegen Zeckenzephalitis. Für die Produktions- und Vermarktungsrechte zahlt das dänisch-deutsche Unternehmen bis zu 800 Millionen Euro. Der Kaufpreis beinhaltet eine Vorauszahlung von rund 300 Millionen Euro bei Abschluss der Transaktion, sowie Meilenstein-Zahlungen bis 495 Millionen Euro in einer Übergangszeit bis 2025. Hinzu kommen noch Erlöse aus dem Verkauf von Lagerbeständen, deren Wert sich zum Stichtag des Transaktionsabschlusses auf geschätzt 159 Millionen Euro belaufen.

Aktiv wurde auch der Göttinger Pharma- und Laborzulieferer Sartorius. Er kauft drei Geschäftsbereiche des Life-Science-Portfolios von Danaher, einem Technologiekonzern mit Sitz in Washington. Der Kaufpreis beträgt umgerechnet etwa 675 Millionen Euro. Mit dem Zukauf wollen die Göttinger ihr Geschäft in Bioanalytik und der Bioprozess-Sparte stärken. Die Transaktion soll im ersten Quartal 2020 abgeschlossen werden.

Und noch ein Deal aus der Pharma-Branche: Mit der größten Übernahme der Firmengeschichte baut Stada sein Engagement in Russland aus. Der Arzneimittelhersteller aus Bad Vilbel übernimmt für rund 595 Millionen Euro ein Medikamentenportfolio des japanischen Konkurrenten Takeda Pharmaceutical. Der Deal umfasst 20 rezeptfreie und verschreibungspflichtige Medikamente, die hauptsächlich in Osteuropa und Zentralasien verkauft werden.

Auch im Hotelgewerbe tut sich etwas: Der chinesische Hotelbetreiber Huazhu Group – eines der erfolgreichsten Hotelunternehmen weltweit – übernimmt die Steigenberger-Dachgesellschaft Deutsche Hospitality mit Hauptsitz in Frankfurt am Main von dem ägyptischen Tourismusunternehmer Hamed El-Chiaty (Travco Group). El-Chiaty seinerseits hatte Steigenberger vor zehn Jahren von der deutschen Gründerfamilie erworben. Für den Zukauf, der über die Tochtergesellschaft China Lodging Holding Singapore abgewickelt wird, legen die Chinesen rund 700 Millionen Euro hin.

Das Europageschäft von LSG Sky Chefs wechselt den Besitzer: Wie der Mutterkonzern Lufthansa mitteilte, erhält der Schweizer Airline-Caterer Gategroup den Zuschlag für die europäischen LSG-Aktivitäten. In den verkauften Unternehmensanteilen arbeiten rund 7100 Mitarbeiter, der Jahresumsatz liegt bei 1,1 Milliarden Euro. Über den Kaufpreis haben beide Seiten Stillschweigen vereinbart.

Transaktionen mit PE-Beteiligung

Der nordrhein-westfälische Werkstoffproduzent VDM Metals wird vom spanischen Stahlkonzern Acerinox übernommen. Verkäufer ist die amerikanische Investmentfirma Lindsay Goldberg. Acerinox bezahlt für den Mittelständler aus dem Sauerland, der 1,1 Milliarden Euro umsetzt, 532 Millionen Euro. Erst Ende vergangenen Jahres war eine Übernahme des VDM-Konzerns durch das Luxemburger Unternehmen Aperam geplatzt, weil die Europäische Kommission wettbewerbsrechtliche Bedenken angemeldet hatte.

Aptiv PLC, ein weltweit tätiges Technologieunternehmen, hat eine endgültige Vereinbarung für die Übernahme der gabo Systemtechnik GmbH („gabocom“), einem führenden Anbieter von hochwertigen Lösungen für Kabelmanagement und -schutz für die Telekommunikationsbranche, geschlossen. Finanziert wird der 280-Millionen-Euro-Deal mit Mitteln die von Bregal Unternehmerkapital verwaltet werden.

Das Münchner Process-Mining-Start-up Celonis hat sich bei Investoren 260 Millionen Euro frisches Geld für weiteres Wachstum besorgt. Dabei wurde der Datenanalyse-Spezialist, der auf die Verbesserung von Prozessabläufen in Unternehmen spezialisiert ist, mit insgesamt rund 2,3 Milliarden Euro bewertet. Angeführt wurde die Finanzierungsrunde, an der sich auch die Altinvestoren Accel und 83 North beteiligten, von dem New Yorker Investmenthaus Arena Holdings.

Das globale Venture-Capital und Private-Equity-Unternehmen Insight Venture Management LLC ist mit 130 Millionen Euro bei commercetools eingestiegen. Mit der Investition unterstützt Insight die Wachstumspläne von einem der weltweit führenden Anbieter von E-Commerce-Software in den USA, im asiatisch-pazifischen Raum und in Europa. 2014 hatte Rewe Digital, ein Unternehmen der Rewe Group, commercetools für 6,5 Millionen Euro übernommen.

Der französische Private-Equity-Investor Ardian verkauft den Berliner Outsourcing-Dienstleister CCC für 1,3 Milliarden Kanadische Dollar (umgerechnet

etwa 915 Millionen Euro) an den BPO-Anbieter Telus International. Ardian hatte CCC bereits im Jahr 2009 übernommen und im Jahr 2013 an den Finanzinvestor Silverfleet veräußert. Vor zwei Jahren folgte dann der Wiedereinstieg, damals wurde CCC mit rund 200 Millionen Euro bewertet. Damit dürfte sich der Unternehmenswert seitdem mehr als vervierfacht haben. Auch die Mitarbeiterzahl des Unternehmens ist während der zweiten Investmentdauer von Ardian von 3.500 auf 8.500 gewachsen.

Regulatorische Hürden

International werden zunehmender Protektionismus und die Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen zu einem Problem für das M&A-Geschehen, indem sie die Dauer der Genehmigungsprozesse verlängern und diese zu einem schwer kalkulierbaren Faktor werden lassen. Bewegt sich die Dauer bis zur Freigabe früher zwischen sechs und neun Monaten, können es nun bis zu zwei Jahre werden, ehe ein Deal in trockene Tücher gebracht ist. Hinzu kommen ein in manchen Rechtsordnungen zunehmend politisch aufgeladenes Kartellrecht und ein schwerer einzuschätzendes Handeln der Behörden. Beispiele in Deutschland lieferten dafür in der jüngeren Vergangenheit die Diskussion um chinesische Investments in die Lokomotiv-Sparte des Bahntechnik-Produzenten Vossloh wie auch der letztlich verhinderte Einstieg eines chinesischen Netzbetreibers bei 50Hertz. Der international zu beobachtende Trend, zugunsten der eigenen Industrie oder des Schutzes von geistigem Eigentum in den Markt einzugreifen, sorgt nach Meinung von Beobachtern dafür, dass sich das M&A-Geschehen immer stärker regionalisiert, hat aber auch starken Einfluss auf die Profitabilität exportorientierter Unternehmen. Unter anderem deswegen sind Blockbuster-Deals zwischen Unternehmen aus den drei wirtschaftlichen Zentren Amerika, Asien und Europa seltener geworden. Gerade die hatten aber in den Vorjahren für die ausgesprochen guten Zahlen gesorgt.

Konjunkturabhängige Branchen legen zu

Die deutschen Unternehmen wappnen sich für die Möglichkeit einer Krise und bereiten sich auf einen drohenden Abschwung vor. Generell zeigt sich eine starke Abnahme der M&A-Aktivität in zyklischen Branchen wie Automotive und Maschinenbau. Zu den weiteren Gründen zählen sicherlich auch der hohe Innovationsdruck, den Entwicklungen wie die Mobilitätswende und der Einbruch auf verschiedenen Absatzmärkten mit sich bringen, sowie ferner die starke Exportorientierung dieser Industriesektoren. Angesichts um sich greifender wirtschaftspolitischer

Konflikte stehen die Geschäftsmodelle von verschiedenen Seiten unter Druck, was für Unsicherheit sorgt. Gewinner sind dagegen Branchen wie Pharma und Healthcare, die deutlich weniger konjunkturabhängig sind.

Im Zuge dieser Entwicklung ist im kommenden Jahr 2020 mit einer Zunahme des M&A-Geschäfts aus Krisensituationen heraus zu rechnen. Deutsche Unternehmen stellen sich auf schwere Zeiten ein und werden konsequenter beim Verkauf unprofitabler Geschäftsbereiche und der Konzentration auf das Kerngeschäft. Trotz hoher Komplexität in der Umsetzung ist mit mehr Carve-Outs zu rechnen, indem Unternehmensteile ausgegliedert und veräußert werden oder sich Konzerne aufspalten und Holdingstrukturen schaffen. Die Kostensenkung wird zum Top-Deal-Treiber. Auch regulatorische Anforderungen aus dem Kartellrecht oder aktivistische Investoren, die zur Abspaltung von profitablen Töchtern drängen, können diese Entwicklung vorantreiben.

Allerdings kommen als Erwerber dann überwiegend PE-Investoren zum Zuge, die grundsätzlich investitionsbereiter sind. Das zeigt sich nicht zuletzt darin, dass Carve-Outs aktuell 49% des weltweiten M&A Volumens von Private Equity Investoren ausmachen. Unternehmen und strategische Investoren zeigen sich dagegen eher zögerlich beim Erwerb abgespaltener Unternehmensteile. Dennoch werden sich auch Unternehmen, die aufgrund hoher Konzentration in ihren Heimatmärkten nicht weiter wachsen können, um neue Geschäftsfelder verstärken und so das Geschehen positiv beeinflussen.

Ausblick 2020: Milliarden-Übernahmen in der Pipeline

Das Jahr 2019 endete mit einem Paukenschlag: Im zweiten Anlauf und nach monatelangem Gezerre ist dem Sensor-Spezialisten AMS die Übernahme des Münchner Lichttechnik-Herstellers Osram geglückt. Nach Ablauf des Übernahmeangebots haben die Österreicher rund 59 Prozent der Anteile am Traditionsunternehmen sicher, 37,6 Prozent der Osram-Aktionäre sollen die Offerte über 41 Euro je Aktie angenommen haben. Erklärtes Ziel von AMS ist es, einen durch die Fusion europäischen Weltchampion in der Optoelektronik zu schmieden.

Im Jahr 2020 steht mit der Abspaltung der hochprofitablen Aufzugssparte von Thyssenkrupp der nächste große Deal an. Neben dem finnischen Konkurrenten KONE sind die Finanzinvestoren Blackstone, Brookfield, Carlyle und Canada Pension Plan Investment Board sowie ein Konsortium aus Advent, Cinven und der Abu Dhabi Investment Authority im Rennen. Von Experten wird der Wert der Thyssen-

krupp-Sparte Elevator auf einen Wert zwischen 15 und 17 Milliarden Euro beziffert. Sollte KONE hier zum Zuge kommen, dürften allerdings auch die Kartellbehörden in unterschiedlichen Jurisdiktionen ein Wörtchen mitzureden haben – immerhin würden hier die weltweiten Nummer 3 und 4 im Aufzugsmarkt miteinander fusionieren. Das dürfte in einigen Märkten nur über Zugeständnisse genehmigungsfähig sein. Mit einer Entscheidung seitens Thyssenkrupp wird noch im ersten Quartal des kommenden Jahres gerechnet.

Auch wenn das letzte Quartal 2019 die Erwartungen nicht erfüllen konnte, fallen die Bilanz für 2019 wie auch der Ausblick für 2020 durchaus positiv aus. Dennoch ist der Rückgang im vierten Quartal ein Warnsignal. Nach wie vor ungelöste Probleme auf Seiten der Politik sorgen für Unsicherheiten, die

Unternehmen in Zeiten großer technologischer Umwälzungen und der damit einhergehenden Belastungen nicht gebrauchen können. Die Liste ist lang und ihre Punkte wurden schon verschiedentlich erwähnt: Unilateralismus, Handelskonflikte und eine gelähmte WTO zählen sicherlich dazu, wie auch der nach wie vor nicht vollzogene Brexit. Dennoch gibt es angesichts der bevorstehenden bzw. in der Umsetzung befindlichen Deals einigen Grund für Optimismus, dass das neue Jahr 2020 besser beginnt als das alte aufhört, denn die Deal-Pipeline ist gut gefüllt. Hoffen wir, dass das politische Umfeld hier Schritt hält – dann hat auch 2020 das Potenzial, aus M&A-Sicht wieder einen besseren Verlauf zu nehmen.

Kontakt



Dr. Hartmut Krause

Tel.: +49 69 2648 5782
hartmut.krause@allenoverly.com



Dr. Nils Koffka

Tel.: +49 40 82221 2112
nils.koffka@allenoverly.com