

M&A am Scheideweg: Erholung von niedrigem Niveau im Nachkrisenumfeld

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

1. Nachkrisenumfeld: Hohe Staatsverschuldung und Rezession in Europa, liquiditätsgetriebene Erholung der Märkte und widerstandsfähige Emerging Markets

► 2012 war – wie die Jahre zuvor – vor allem in Europa sehr ereignisreich. Gestartet sind wir auf der Welle von dreijähriger Zentralbankliquidität, die den europäischen Banken in Form zweier LTROs zur Verfügung gestellt wurde, um einerseits die Liquidität des Interbankenmarktes zu stärken und andererseits via Bankensystem Liquidität in Form gesteigerter Kreditvergabe in die Realwirtschaft zu injizieren. Ähnlich wie im Zuge derartiger vorangegangener Maßnahmen gab es eine Abfolge von Optimismus als direkte Marktreaktion auf die gesetzten Maßnahmen, gefolgt von Stabilisierung und Ernüchterung und erneutem „Testen“ der Euro-Stabilität durch den Markt. Dies erfolgte ab dem Frühsommer in Form von Vertrauensverlust in Bezug auf die Peripheriestaaten Italien und Spanien, die mit massiv steigenden Verschuldungskosten konfrontiert wurden. Ein Bankenrettungspaket für Spanien war nicht ausreichend, der Ausweitung der Credit Spreads entscheidend entgegenzuwirken. Auch Fortschritte im Zusammenhang mit der Umsetzung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und der Vorschlag einer Vereinheitlichung des Bankensystems in Form einer Bankenunion halfen erst mit Rückenwind der Europäischen Zentralbank – Mario Draghi mit seiner berühmten Aussage, alles zu tun, was notwendig ist, um den Zusammenhalt der Eurozone zu gewährleisten –, die Situation nachhaltig zu verbessern. Dieser „Backstop“ der Europäischen Zentralbank in Form von unbegrenzten Käufen von Staatsanleihen im Falle eines formellen Hilfsansuchens eines Eurostaates (sogenanntes OMT-Programm) kann allerdings nur komplementär zu beziehungsweise basierend auf einem Sanierungsprogramm des jeweiligen Staates durchgeführt werden. Zusätzlich wurde auch die Wachstumsförderung neben den Staatshaushaltssanierungsprogrammen zur Erreichung der Maastricht- beziehungsweise der Fiskalpakt-Grenzwerte auf die politische Agenda gesetzt und somit auch deren Notwendigkeit akzeptiert.

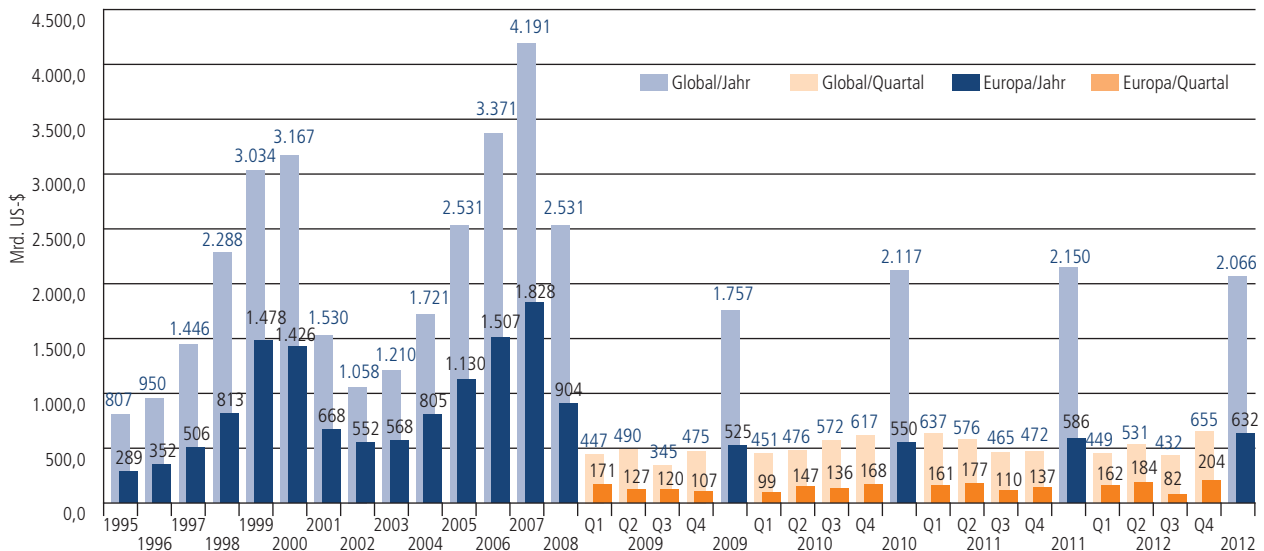
Eine nachhaltige Erholung erfolgte zunächst auf den Staatsanleihen- und Firmenfremdkapitalmärkten sowohl in Nordeuropa als auch in der Peripherie, sodann bei den risikobehafteteren Fremdkapitalinstrumenten (Hybrid, High Yield) und auf den Eigenkapitalmärkten. Teilweise wurden bereits Höchststände, wie beispielsweise der des Dow-Jones-Index, erreicht. Ohne Frage ist diese positive Entwicklung mitunter durch Zentralbankliquidität getrieben, allerdings ist basierend auf historischen Langzeitdurchschnittswerten vielfach noch keine klare Überbewertung erkennbar. Des Weiteren wirken übergeordnete Trends wie die Rotation von institutionellen Anlegern von Anleihen in Aktien, um ihren Renditeanforderungen bei dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld gerecht werden zu können. Dies gleicht wohl das größte Manko des derzeitigen Marktumfelds aus: die realwirtschaftliche Entwicklung. Europa befindet sich in einer Rezession, welche mitunter durch den teilweisen Wegfall staatlicher Nachfrage induziert wird. Selbst Deutschlands Volkswirtschaft, zwischenzeitlich die Wachstumslokomotive der Eurozone, stagniert.

Der Spielraum für Konjunkturstimulierungspakete ist aufgrund der hohen Verschuldungsniveaus ebenfalls äußerst eingeschränkt und wird sich in naher Zukunft auch nicht signifikant vergrößern. Hohe Arbeitslosenzahlen und damit verbundene Sozialausgaben verschärfen die Situation zusätzlich. Dass das Umfeld durchaus fragil ist, zeigen die Auswirkungen der italienischen Wahl und die Rettungsbemühungen in Bezug auf Zypern, welche auch die Märkte nicht unbeeindruckt zurückgelassen haben. Der Weg in Richtung Erholung wird sich mitunter über Verbesserung von Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit und einhergehende Auslandsnachfrage, unter anderem von den Emerging Markets, ergeben müssen, da vor allem in Europa einzelnen Ländern wie auch der Europäischen Union die Beeinflussung des Wechselkurses verboten ist.

Auch die Vereinigten Staaten sind in ihrem Handeln durch die signifikante Staatsverschuldung eingeschränkt. Erschwerend kommt die politische Pattstellung hinzu,

Abb. 1 • M&A-Volumen Entwicklung 1995 bis 2012

Quelle: Thomson Financial



welche derzeit einer Einigung auf eine Erhöhung der Staatsschuldenobergrenze sowie auf einen Haushalt für die nächsten Jahre entgegensteht. Auch wenn sich unlängst eine leichte Verbesserung am Arbeitsmarkt gezeigt hat, liegt die Arbeitslosenquote mit 7,7% weit über dem Langzeitdurchschnitt. Die weitere wirtschaftliche Entwicklung wird wesentlich von den Auswirkungen der derzeit in Umsetzung befindlichen Haushaltskürzungen und der weiteren Haushaltspolitik sowie dem Verhalten der amerikanischen Zentralbank abhängen.

Auch China befindet sich derzeit im Umbruch. Die neue Führung steht zwar schon länger fest, wurde jedoch erst unlängst formell gewählt und eingesetzt. Nach dem verglichen mit vorangegangenen Jahren moderaten Wirtschaftswachstum 2012 wird die zukünftige Entwicklung des Landes wesentlich davon abhängen, ob es gelingt, einen breiteren Mittelstand hervorzubringen und den Binnenkonsum zu stärken – Voraussetzungen für eine Reduktion der Exportabhängigkeit bei Erhalt eines Mindestwachstums, das für die Sicherung der Beschäftigungslage in China unabdingbar ist.

2. Das M&A Jahr 2012: Trends und Entwicklungen

Obwohl das globale M&A-Volumen des Jahres 2012 mit 2.066 Mrd. US-\$ um etwa 4% geringer als dasjenige des Jahres 2011 ausfiel, zeigt sich bei Betrachtung der

Quartalsentwicklung, dass ab dem vierten Quartal 2012 die M&A-Aktivitäten sowohl global als auch in Europa signifikant zunahm (vgl. Abb. 1): Mit 655 Mrd. US-\$ weltweit stieg das Volumen im Vergleich zum Vorquartal um beinahe 40%, was gleichzeitig dem höchsten Quartalswert der letzten vier Jahre entspricht. Diese Entwicklung ist maßgeblich durch Europa getrieben, dessen M&A-Volumen im vierten Quartal einen Anstieg von beinahe 150% von 82 Mrd. US-\$ auf 204 Mrd. US-\$ verzeichnete, ebenfalls der höchste Quartalswert seit mehr als vier Jahren. Auch im Jahresvergleich konnte der europäische M&A-Markt positiv reüssieren: Mit einem Wachstum von circa 8% konnte der Anteil am weltweiten M&A-Geschehen von 27% auf 31% gesteigert werden. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf die Entwicklung von fünf europäischen Märkten zurückzuführen: Spanien mit über 80% Wachstum, wesentlich getrieben durch die Restrukturierung des Bankensektors; Belgien, Niederlande und die Schweiz mit über 70%; Deutschland mit über 35%; Großbritannien, weiterhin der größte europäische M&A-Markt, mit circa 7% und Italien mit 6%. Den größten Rückgang verzeichnete Frankreich mit einem Minus von 40%.

Der Anteil Asiens am weltweiten M&A-Geschehen blieb im Jahresvergleich konstant, allerdings zeigte sich im vierten Quartal ein signifikanter Rückgang von 8%-Punkten im Vergleich zum Vorquartal auf einen Anteil von noch

Abb. 2 • M&A-Volumen nach Regionen (Zielland)

Quelle: Thomson Financial

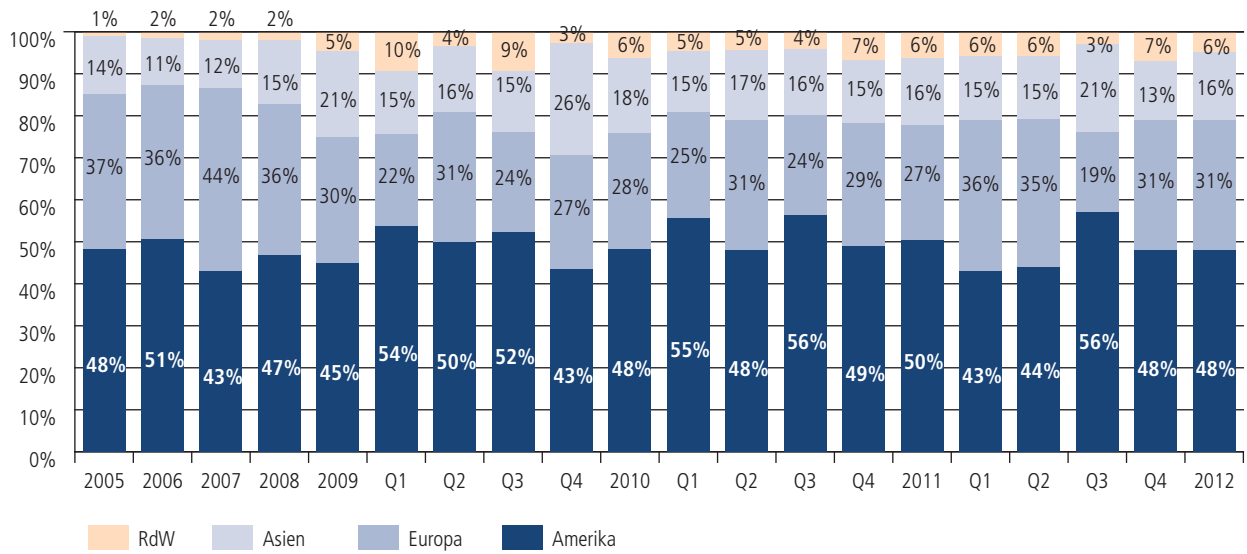
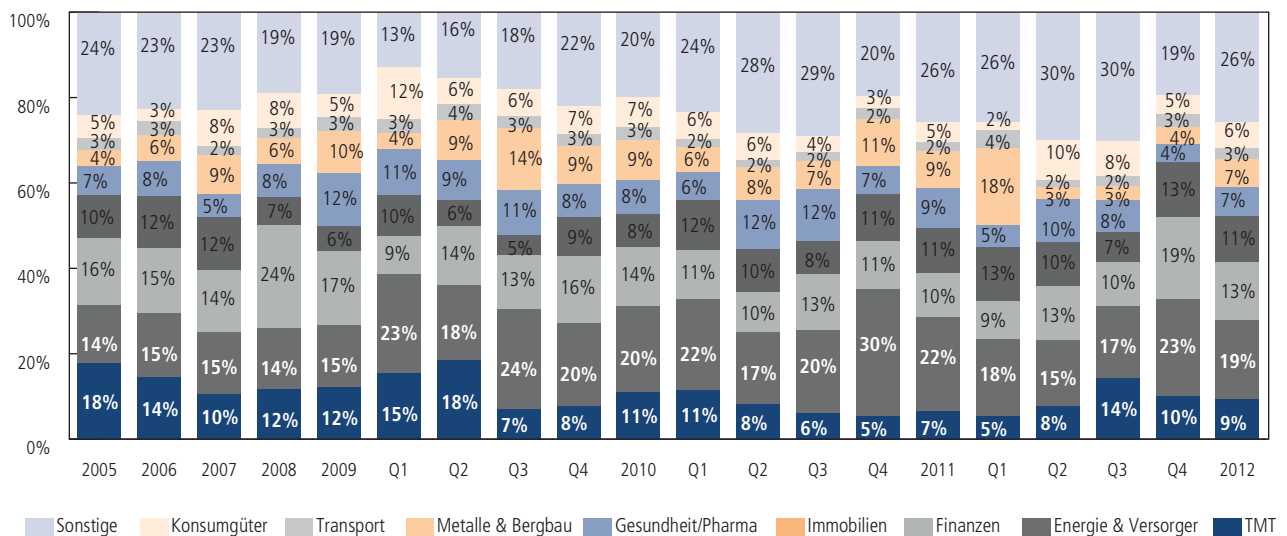


Abb. 3 • M&A-Volumen nach Sektoren

Quelle: Thomson Financial



13% (vgl. Abb. 2). Der amerikanische Anteil ging auf Jahressicht von 50% auf 48% leicht zurück; auch vom dritten auf das vierte Quartal 2012 reduzierte sich der Anteil von 56% auf 48%, im Wesentlichen durch die Anteilserhöhung Europas.

In der Sektorbetrachtung sticht der Sektor Energie & Versorger mit einem Anteil von beinahe 19% am weltweiten M&A-Volumen 2012 hervor (vgl. Abb. 3). Auf den Plätzen zwei und drei folgen der Finanzsektor mit über 13% und der Immobiliensektor mit beinahe 11%.

In Europa nimmt der Finanzsektor, nicht zuletzt durch die bereits angesprochenen Restrukturierungsbemühungen in Spanien, die erste Stelle vor dem Energie & Versorger-Sektor ein. Stärkstes Wachstum zeigt der Konsumgütersektor mit mehr als 90%, wesentlich getrieben durch die Übernahme von AllianceBoots durch Walgreen. Auch die M&A-Aktivität des Immobiliensektors wuchs mit mehr als 80% signifikant.

Auch in der Quartalsbetrachtung liegen Transaktionen im Energie- & Versorgerbereich mit einem Anteil von

Abb. 4 • Die zehn größten angekündigten M&A-Transaktionen 2012

Quelle: Thomson Financial

Platz	Bekanntgabe	Zielunternehmen	Land	Käufer	Land	Wert (Mio. US-\$)
1	02.02.12	Xstrata PLC	Schweiz	Glencore International PLC	Schweiz	45.803
2	22.10.12	TNK-BP Ltd.	Russland	NK Rosneft	Russland	28.000
3	24.07.12	TNK-BP Ltd.	Russland	NK Rosneft	Russland	26.469
4	09.05.12	Banco Financiero y de Ahorros	Spanien	FROB	Spanien	23.786
5	19.06.12	Alliance Boots GmbH	Schweiz	Walgreen Co.	USA	21.362
6	15.10.12	Sprint Nextel Corp.	USA	SoftBank Corp.	Japan	20.140
7	29.06.12	Grupo Modelo SAB de CV	Mexico	Anheuser-Busch Inbev	Belgien	20.093
8	22.08.12	China Telecom Corp-3G Assets	China	China Telecom Corp. Ltd.	China	18.047
9	26.12.12	Bankia S.A.	Spanien	FROB	Spanien	17.805
10	23.07.12	Nexen, Inc.	Kanada	CNOOC Canada Holding Ltd.	Kanada	17.666

etwa 23% am globalen M&A-Volumen an erster Stelle, an zweiter und dritter Stelle folgen der Finanzsektor mit circa 19% und der Immobiliensektor mit rund 13%. Vor allem der Finanzsektor mit seinem Anstieg um 9%-Punkte und der Immobiliensektor mit mehr als 6%-Punkten stechen hinsichtlich der Quartalsentwicklung im Vergleich zu den anderen Sektoren hervor.

Diese Sektorgewichtung spiegelt sich auch in den Top-10-Transaktionen 2012 sowie im vierten Quartal 2012 wider. Drei der Top-10-Transaktionen des Jahres 2012 sind dem Energiesektor zuzuordnen (vgl. Abb. 4):

- Die Übernahme eines 50%-Anteils an TNK-BP, einem Öl- und Gasexplorations- und -produktionsunternehmen, sowie das Joint Venture zwischen dem AAR-Konsortium und BP, von AAR für 28 Mrd. US-\$ Barmittel durch die russische Rosneft
- Die Übernahme eines 50%-Anteils an TNK-BP von BP für 26,5 Mrd. US-\$ Barmittel und Aktien durch die russische Rosneft
- Die Übernahme von Nexen, einem kanadischen Öl- und Gasexplorations- und -produktionsunternehmen, für 17,7 Mrd. US-\$ Barmittel durch CNOOC Canada Holding, eine Tochter von China National Offshore Oil Corporation

Zwei der Top-10-Transaktionen sind dem Finanzsektor zuzurechnen, die (Teil-)Verstaatlichungen der spanischen Banken Banco Financiero y de Ahorros und Bankia durch

den Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Die größte Transaktion des Jahres 2012 mit 45,8 Mrd. US-\$ Transaktionswert ist der Erwerb des verbleibenden 65,9%-Anteils an Xstrata durch Glencore im Metals & Mining Sektor.

Zwei der Top-10-Transaktionen im vierten Quartal 2012 sind dem Energie- & Versorger-Sektor zuzurechnen (vgl. Abb. 5): die schon angesprochene Übernahme eines 50%-Anteils an TNK-BP von AAR durch die russische Rosneft sowie die Übernahme von Plains Exploration & Production Co, einem US-amerikanischen Öl- und Gasexplorations- und -produktionsunternehmen, durch Freeport-McMoRan Copper & Gold für 17,2 Mrd. US-\$ in bar und Aktien. Fünf der Top-10-Transaktionen sind dem Finanzsektor zuzuordnen, davon drei (Teil-)Verstaatlichungen von spanischen Banken durch den Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, die mit zusammen circa 37 Mrd. US-\$ Transaktionsvolumen mehr als 18% des gesamten europäischen M&A-Volumens ausmachen und, wie bereits angesprochen, wesentlich zur Aktivitätssteigerung in Europa in Q4 2012 beigetragen haben. Die zwei weiteren Finanzsektor-Transaktionen sind dem Börsensegment (Übernahme der NYSE Euro-next durch Intercontinental Exchange, Inc.) und dem Versicherungssektor (Erwerb eines 15,6%-Anteils an Ping An Insurance durch eine Investorengruppe um die thailändische Charoen Pokphand Group Co. Ltd. von HSBC) zuzuordnen.

Abb. 5 • Die zehn größten angekündigten M&A-Transaktionen im vierten Quartal 2012

Quelle: Thomson Financial

Platz	Bekanntgabe	Zielunternehmen	Land	Käufer	Land	Wert (Mio. US-\$)
1	22.10.12	TNK-BP Ltd.	Russland	NK Rosneft	Russland	28.000
2	15.10.12	Sprint Nextel Corp.	USA	SoftBank Corp.	Japan	20.140
3	26.12.12	Bankia S.A.	Spanien	FROB	Spanien	17.805
4	05.12.12	Plains Expl & Prodn Co.	USA	Freeport-McMoRan Copper & Gold	USA	17.204
5	26.11.12	Archstone Enterprise L.P.	USA	Investor Group	USA	16.306
6	26.12.12	Caixa d'Estalvis de Catalunya	Spanien	FROB	Spanien	12.017
7	20.12.12	NYSE Euronext	USA	IntercontinentalExchange, Inc.	USA	10.191
8	05.12.12	Ping An Insurance(Group)Co.	China	Investor Group	Thailand	9.386
9	26.12.12	NCG Banco S.A.	Spanien	FROB	Spanien	7.177
10	27.11.12	Ralcorp Holdings, Inc.	USA	ConAgra Foods, Inc.	USA	6.716

Während der Anteil nationaler M&A-Transaktionen 2012 im Vergleich zu 2011 um 4% auf 59% gesunken ist, der tiefste Wert seit 2007, konnten interregionale und intraregionale Transaktionen ihren Anteil von 24% auf 26% beziehungsweise von 13% auf 14% erhöhen (vgl. Abb. 6). Der Anstieg grenzüberschreitender Transaktionen kann als Indiz gesehen werden, dass das Vertrauen der Marktteilnehmer in die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung und die daraus abgeleitete Belastbarkeit der Unternehmensplanungen generell im Steigen begriffen ist; die zusätzliche Komplexität und Risikoneigung grenzüberschreitender Transaktionen erfordert im Allgemeinen ein höheres Vertrauen in die Umfeldparameter.

In diesem Zusammenhang sind auch die ansteigenden chinesischen grenzüberschreitenden Aktivitäten in Europa und speziell Deutschland erwähnenswert. Während in den Vorjahren chinesische Erwerber vorrangig mit Übernahmen aus Krisensituationen aufgefallen waren, und dies vor allem in der Automobilzulieferindustrie (unter anderem Kiekert oder Saargummi), sind es 2012 erfolgreiche Unternehmen der zweiten und dritten Reihe gewesen, auf die sich der Fokus chinesischer Käufer gerichtet hat – unter anderem die Übernahme der mittelständischen Putzmeister Gruppe durch den Baumaschinenkonzern Sany und der Einstieg der zur Shandong Heavy Industry Group gehörenden Weichai Power beim Gabelstapler-Hersteller Kion im dritten Quartal 2012. Es ist angesichts eines sich abschwächenden chinesischen Inlandswachstums mit weiteren

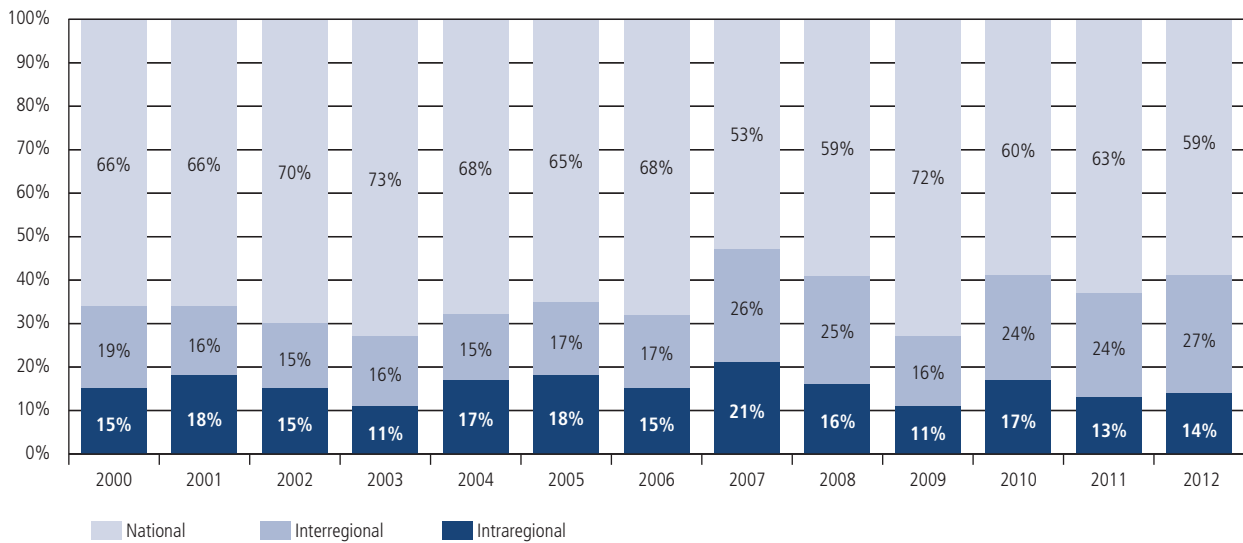
chinesischen Übernahmeaktivitäten mit Fokus auf marken- und technologiestarke Unternehmen zu rechnen – hierbei wird Europa und Deutschland im Speziellen eine wesentliche Rolle spielen.

In Bezug auf die eingesetzten Transaktionsmittel hat sich weltweit der Trend zu barmittelfinanzierten Transaktionen verstärkt, deren Anteil sich von 73% im Jahr 2011 auf 77% 2012 erhöhte (vgl. Abb. 7). Allerdings ist aufgrund einer breiten Erholung der Bewertungsniveaus auf den Eigenkapitalmärkten zukünftig mit einer Zunahme der aktienfinanzierten Transaktionen zu rechnen, da verwässernde Effekte durch zu geringe Bewertungsniveaus, mitunter einer der Hauptgründe für den geringen Anteil dieses Transaktionsmittels in Krisenzeiten, im Abnehmen begriffen sind. In Europa hat sich bereits 2012 auf Gesamtjahressicht ein Rückgang des „Cash-only“-Anteils eingestellt.

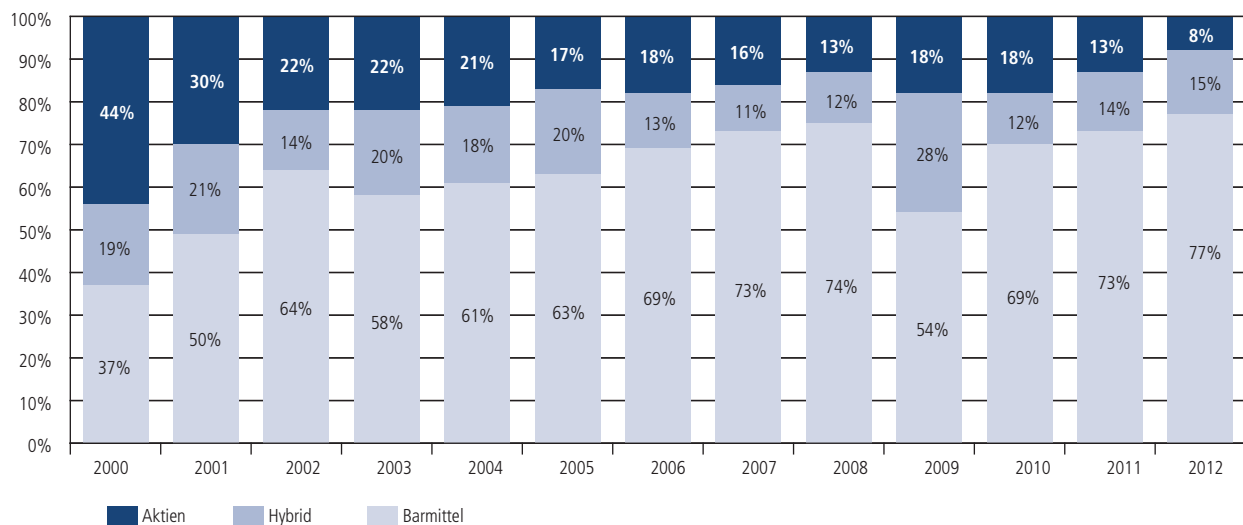
2012 ist der Anteil der Finanzinvestoren am weltweiten M&A-Geschehen weiter angestiegen und hat mit 25% den höchsten Wert seit 2006 erreicht (vgl. Abb. 8). Dies ist, wie bereits in den vorangegangenen Berichten dargestellt, zum einen auf die aus Käufersicht immer noch als günstig angesehenen Bewertungsniveaus und die weiterhin hohen Investivmittel bei den Fonds zurückzuführen. Zum anderen hat sich in den letzten 18 Monaten die Verfügbarkeit von Fremdkapital für Private-Equity-Transaktionen substanziell erhöht, bei zugleich sehr günstigen Konditionen. Aktuell sind für einige Transaktionen wieder Verschuldungsgrade wie in der

Abb. 6 • M&A-Volumen von 1999 bis 2012: nationale versus internationale Transaktionen

Quelle: Thomson Financial

**Abb. 7 • M&A-Volumen 1999 bis 2012: eingesetzte Transaktionsmittel**

Quelle: Thomson Financial



letzten Boomphase 2007 möglich, bei zugleich deutlich höheren Absolutbeträgen für die neu aufgenommene Finanzierung, als dies in den letzten Monaten darstellbar war.

Zusammengefasst konnten die M&A-Aktivitäten vor allem im vierten Quartal 2012 von der Kompensation der angesprochenen Unsicherheitsfaktoren des Makro-Umfelds durch eine Reihe positiver Faktoren profitieren:

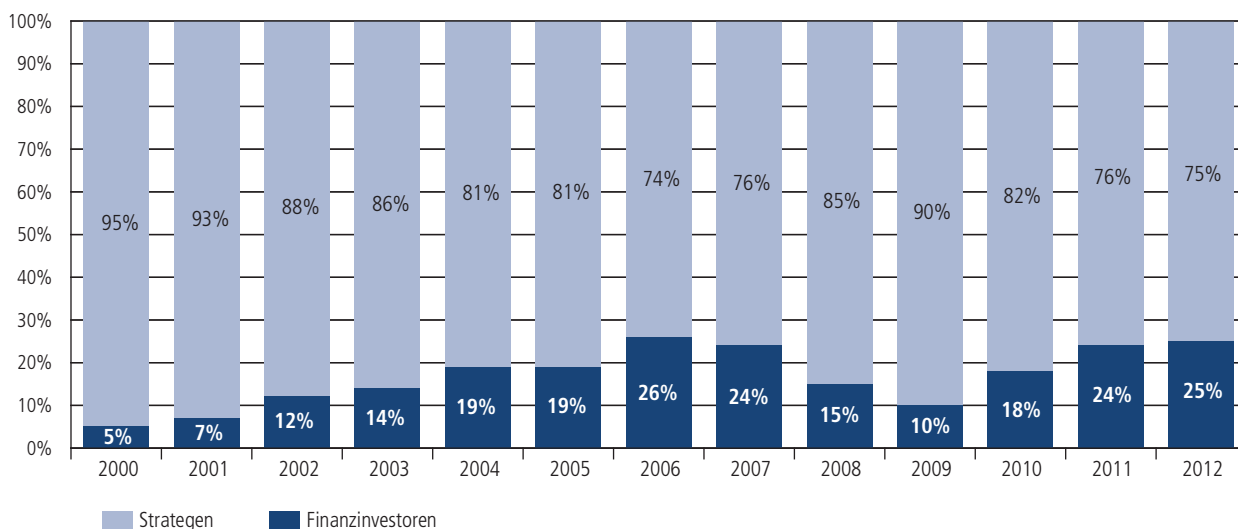
- Günstige Finanzierungsbedingungen bieten sich Unternehmen jeglicher Bonitätsstufe und stellen gemeinsam mit den weiterhin sehr hohen Cash-Beständen auf den Firmenbilanzen und dem gestärkten und

mit höherer Refinanzierungssicherheit ausgestatteten Bankensystem eine solide Stütze für potenzielle Akquisitionsprojekte dar – als Caveat ist allerdings anzumerken, dass im Vergleich zu früheren Phasen ein deutlich höheres Maß an Selektivität zu verzeichnen ist und Bank- und Kapitalmarktliquidität bei Weitem nicht allen Unternehmenssektoren gleichermaßen zur Verfügung steht.

- Von hoher Relevanz sind die immer noch hohen Mittelbestände von Finanzinvestoren, die mehrheitlich 2007 und 2008 eingesammelt wurden und angesichts geringen Angebots auf dem Markt für Unternehmen zu einem hohen Anlagedruck führen, um

Abb. 8 • Anteil Strategen und Finanzinvestoren auf dem M&A-Markt

Quelle: Thomson Financial



diese Kapitalbestände nicht nach Ende des ursprünglichen Anlagehorizonts an die Investoren retournieren zu müssen.

- Cross-Border M&A, unter anderem getrieben durch den Wachstumsdruck Chinas und dessen Suche nach Zugang zu Technologie, stellt ebenfalls einen nicht zu unterschätzenden Treiber dar.

3. Der Jahresbeginn 2013 und Ausblick auf das verbleibende M&A-Jahr

Die bisherige Jahresbilanz im noch jungen M&A-Jahr fällt zumindest aus europäischer Sicht durchwachsen aus. Während in den Vereinigten Staaten mit 430 Mrd. US-\$ der Vergleichswert des Vorjahres um mehr als 60% übertroffen werden konnte, ging das Volumen in Europa um mehr als 30% zurück, in Deutschland gar mehr als 60% auf nur 8,7 Mrd. US-\$, einer der schlechtesten Starts seit den 90er Jahren. Auch in Bezug auf die Aktivität der Finanzinvestoren dominieren die Vereinigten Staaten: Etwa 80% des weltweiten Sponsorenvolumens entfielen auf die USA; insgesamt ist dieses verglichen mit dem Vorjahr um beinahe 60% gestiegen.

Dies spiegelt sich auch in den größten Transaktionen 2013 YTD wider: Sieben der Top-10-Übernahmen weltweit fanden in den Vereinigten Staaten statt; zwei der drei größten unter Sponsorbeteiligung: die Übernahme von HJ Heinz für 27,4 Mrd. US-\$ durch ein Konsortium um den Investor Warren Buffett und das Angebot über 18,2 Mrd. US-\$ von Firmengründer Michael Dell und dem Finanzinvestor Silver Lake für den PC-Hersteller Dell.

Für das verbleibende Jahr sind wir allerdings durchaus optimistisch, wobei die Einschätzung regional unterschiedlich ausfällt. Weiterhin sehr robust erscheint das M&A-Geschäft in den USA – breit aufgestellt und durch

eine hohe Kapitalverfügbarkeit über alle Sektoren, insbesondere auch für Finanzinvestoren, solide unterstützt. In Europa sind einige der Sondereffekte des Vorjahres nicht wiederholbar, was sich im schwachen ersten Quartal niedergeschlagen hat. Unsicherheiten über ein erneutes Aufflammen der Eurokrise sind kaum geeignet, strategisch gewagtere Transaktionen zu befördern. In der Eurozone vermissen wir daher derzeit die größeren Transaktionen, die in den USA und zum Teil in Großbritannien in den letzten sechs Monaten vorangebracht wurden. Dies kann teilweise durch höhere Aktivität der Finanzinvestoren kompensiert werden, die mit einer gewissen Verzögerung in der West-Ost-Umsetzung dem Trend in den USA folgen und ihr Augenmerk wieder auf ehrgeizigere Ziele richten. Dazu kommt ein fortdauerndes Interesse an Plattformerwerben durch chinesische, aber auch japanische Käufer, von denen insbesondere der deutsche Markt profitieren sollte. Ohne mutige strategische Transaktionen, insbesondere im Cross-Border- und Cross-Regional-Bereich, wird allerdings das Jahr 2013 keine besonderen Akzente setzen können. ■



Kai Tschöke arbeitet seit 1993 bei Morgan Stanley und ist für die M&A-Aktivitäten in Deutschland und Österreich verantwortlich. Zu seinen aktuellen Transaktionen zählen unter anderem die Verkäufe der Porsche AG an Volkswagen, von Putzmeister an Sany und von Jack Wolfskin an Blackstone. kai.tschoeke@morganstanley.com

Dr. Bernhard Klemen arbeitet seit mehr als vier Jahren im Investment Banking bei Morgan Stanley in Frankfurt und London. Er war unter anderem beratend für die Kommunal-kredit und die Hypo Alpe Adria im Rahmen ihrer Restrukturierungen, die WestLB im Rahmen des Verkaufsprozesses, im Rahmen des Mergers RZB/Raiffeisen International und des Kaufs der Düsseldorfer Hypothekenbank durch Lone Star tätig. bernhard.klemen@morganstanley.com