

Wachsende Zuversicht – der internationale M&A-Markt nach der Krise

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

1. Schwelende Makro-Unsicherheiten bei weiterhin hoher Zuversicht auf den Märkten

► Werden die aktuellen Entwicklungen auf den Kapitalmärkten betrachtet, können zwei gegenläufige Gruppen an Faktoren ausgemacht werden, die derzeit die Märkte einschließlich der M&A-Aktivitäten prägen: Einerseits sind deutlich dämpfende Effekte zu sehen, angeführt von den weiterhin spürbaren Nachwirkungen der Finanzkrise und verstärkt durch signifikante externe Schocks wie das Erdbeben und die atomare Katastrophe in Japan sowie die Protestbewegungen und Regimewechsel in Nordafrika und im Nahen Osten. Andererseits ist aber auch ein schon fast irrational anmutender (Zweck-)Optimismus zu beobachten, dass die bestehenden Probleme basierend auf der aktuellen Wirtschaftssituation in den Griff zu bekommen sind und daher mittelfristig keine Auswirkungen auf einen positiven Wachstumstrend zu erwarten sind.

Dieser Optimismus hat derzeit die Oberhand und spiegelt sich in wachsender Zuversicht auf den Aktienmärkten wider, die nahe ihrer Indexhöchstwerte vor der Krise notieren und ein nur geringes Maß an Volatilität aufweisen. Als Belege für den störungsfreien Wachstumspfad dienen aktuell solides Wachstum in den Industrieländern und erwartet stärkeres Wachstum in den Emerging Markets, diverse Stimmungsbarometer wie der ifo-Index, die Notwendigkeit erster Zinserhöhungen, aber auch steigende Aktivitäten auf den M&A-Märkten. Die Zunahme an Cross Border-Deals sowie an Transaktionen mit über 1 Mrd. Euro Volumen, aber auch die wieder stärkere Präsenz von Finanzinvestoren und die Verfügbarkeit aggressiverer Finanzierungen können als ein Vertrauensindiz für den Gesamtmarkt gesehen werden.

Das Finanzsystem stellt quasi die Brücke zwischen den oben genannten Wachstumsdämpfern und dem positiven Ausblick dar. Vor allem in Europa waren die letzten Monate durch Kapitalmaßnahmen beziehungsweise deren Ankündigung geprägt. Gründe dafür waren die Rückzahlungen von Staatsbeteiligungen und -unterstützungen,

die Stärkung für eine neue Runde von Stresstests, die Verarbeitung von Basel III-Auswirkungen und die allgemeine Erhöhung der Stand Alone-Risikotragfähigkeit. Letzteres ist vor allem dadurch relevant, dass das derzeitige Niveau an Staatsverschuldung weitere staatliche Rettungspakete und Unterstützungsmaßnahmen für das Bankensystem unwahrscheinlicher als in der Vergangenheit erscheinen lässt. Vor allem durch die Tatsache, dass der Markt in den letzten Wochen von einer signifikant gestiegenen Wahrscheinlichkeit einer Restrukturierung von Griechenland, Irland und Portugal, welches unlängst Verhandlungen bezüglich Hilfe des europäischen Rettungsschirms geführt hat, ausgeht, ist es erforderlich, eine Ausbreitung der Verschuldungskrise und der mit ihr einhergehenden Vertrauenskrise durch ausreichende Kapitalisierung des Bankensystems und Trennung der Verflechtung von Staaten mit dem Bankensystem zu verhindern.

Des Weiteren muss im Hinterkopf behalten werden, dass sich die wahre Qualität und Selbsttragung der derzeitigen wirtschaftlichen Erholung erst nach dem Exit der Zentralbanken aus der expansiven Geldpolitik sowie dem Auslaufen der noch (nach-)wirkenden fiskalpolitischen Maßnahmen zeigen werden. Weiterhin hohe Arbeitslosigkeit in den westlichen Industrieländern und mit dieser einhergehende staatliche Sozialausgaben sowie Zinszahlungen für in und nach der Krise angestiegene Staatsverschuldung resultieren in weitreichenden Budgetrestriktionen, welche die Konjunktur in den nächsten Monaten belasten können. Und letztlich sollte auch die steigende Inflation genannt werden, die für Zentralbanken eine immer unangenehmere Abwägung bedeutet: Leitzinsanhebungen als Beginn restriktiverer Geldpolitik beziehungsweise zumindest als deutliches Zeichen in Bezug auf die Bedeutung der Preisstabilität und einhergehendes Erwartungs-Management versus Konjunkturstützung und Sicherstellung der Funktionalität der Refinanzierungs- und Liquiditätsmärkte. Im Lichte dieser beiden Gruppen an Faktoren soll in der Folge die insgesamt positive Entwicklung des M&A-Marktes im ersten Quartal 2011 dargestellt und mit einem Ausblick auf das verbleibende Jahr 2011 abgerundet werden. ►

Abb. 1 • M&A-Volumen Entwicklung 1995 bis Q1 2011

Quelle: Thomson Financial

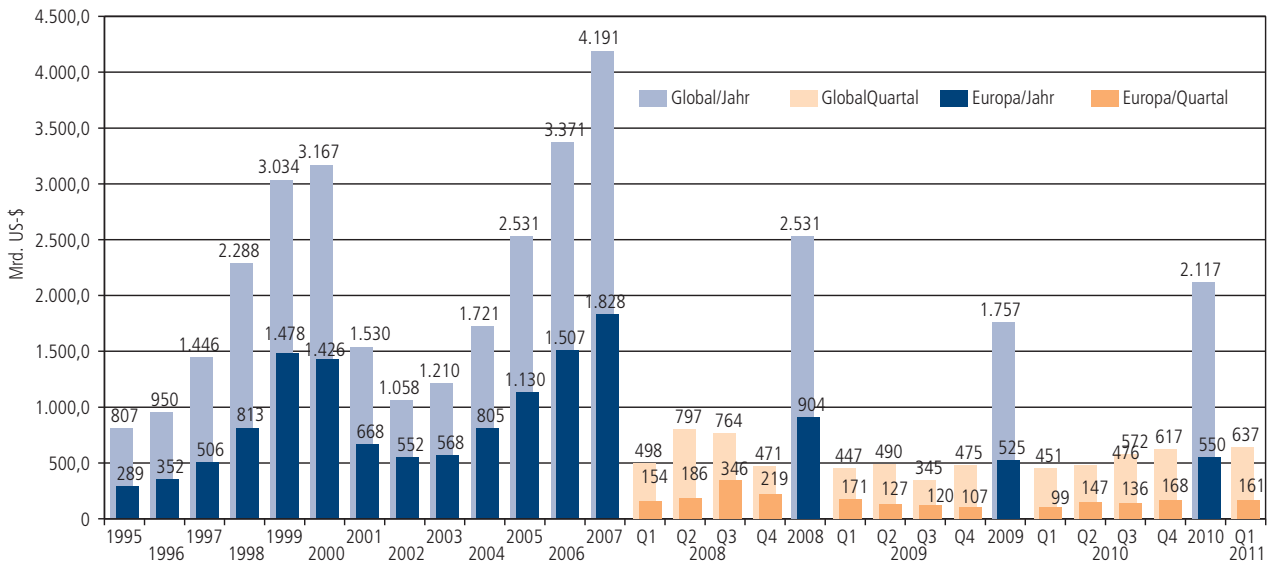
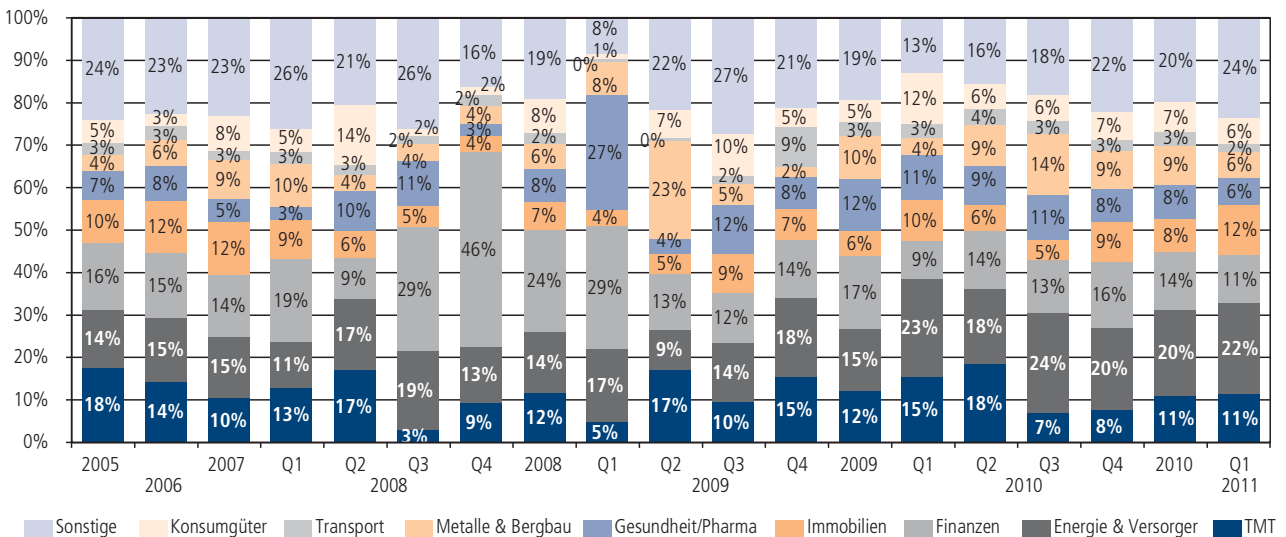


Abb. 2 • M&A-Volumen nach Sektoren

Quelle: Thomson Financial



2. Kontinuierlicher Anstieg der Transaktionsvolumina seit vier Quartalen

Das Wachstum der globalen Transaktionsvolumina fiel mit 3% im ersten Quartal 2011 auf 637 Mrd. US-\$ im Vergleich zum 8%-igen Wachstum im Vorquartal etwas moderater aus. Positiv zu vermerken ist, dass sich einerseits die Volumina seit mittlerweile vier Quartalen positiv entwickelt haben und andererseits aktuell die höchste M&A-Aktivität seit dem dritten Quartal 2008 zu verzeichnen ist, das stark durch Rettungsmaßnahmen im Finanzbereich geprägt war. Der europäische M&A-Markt verzeichnete hingegen einen Rückgang um 4% auf 161 Mrd. US-\$ im Vergleich zum Vorquartal. Der europäische Anteil am globalen M&A-Volumen ging daher um 2% auf 25% zurück.

Einmal mehr nimmt der Energie- und Versorgersektor die Führungsrolle ein. Er konnte seinen Anteil am gesamten

M&A-Markt von 20% auf 22% ausbauen. Auf den Positionen zwei, drei und vier liegen die Sektoren Immobilien, TMT und Finanzen mit 12% und jeweils 11% nahe beisammen.

Dies spiegelt sich ebenfalls in den Top 10-Transaktionen des ersten Quartals 2011 wider. Drei der Top 10-Transaktionen sind dem Energie- und Versorgersektor zuzuordnen: die Fusion von Progress Energy mit Duke Energy, der Kauf eines 30%-igen Anteils an Öl- und Gasfeldern von Reliance Industries durch BP für 9 Mrd. US-\$ und die Fusion von Pride International mit EnSCO.

Während der Sektor Finanzen einen Rückgang von 16% auf 11% im Vergleich zum Vorquartal verzeichnete, konnten die Sektoren TMT und Immobilien ihre Anteile signifikant ausweiten. Der Anstieg des Sektors Immobilien auf einen Anteil von 12% am gesamten M&A-Markt

ist auch im mehrjährigen Vergleich hervorzuheben, da dieser Anteil zuletzt in den Boom-Jahren 2006 und 2007 erreicht und seit 2005 nicht übertroffen wurde. Der Anstieg im Bereich TMT wurde wesentlich von einer transatlantischen Transaktion geprägt: die geplante Übernahme von T-Mobile USA durch AT&T für 39 Mrd. US-\$ in Barmittel und Aktien ist die größte Transaktion im Quartal. Der Immobiliensektor ist durch den 15 Mrd. US-\$-Merger ProLogis/AMB Property sowie die Übernahme von 588 Shopping Centern der Centro Properties Gruppe durch die BRE Retail Holding für 9,4 Mrd. US-\$ in den Top 10 vertreten, während der Finanzsektor durch eine zweite transatlantische Transaktion mit deutscher Beteiligung, die geplante Übernahme der NYSE Euronext durch die Deutsche Börse, in der Topgruppe auftaucht.

3. Amerika meldet sich eindrucksvoll zurück

In unserem letzten Bericht zum M&A-Markt hatten wir vor dem Hintergrund, dass im vierten Quartal 2010 die asiatischen Aktivitäten von 15% auf 26% und der Anteil Europas um 3% auf 27% im Quartalsvergleich angestiegen sind, die Frage aufgeworfen, wie lange Amerika noch den globalen M&A-Markt dominieren wird. Das erste Quartal hat uns zumindest vorerst eine eindeutige Antwort gegeben. Sowohl der Blick auf die Top 10-Transaktionen als auch die Betrachtung der Volumina nach Regionen zeigt eindrucksvoll, dass sich Amerika zurückgemeldet hat. Der Anteil Amerikas stieg im Quartalsvergleich von 43% auf 55%, ein Wert, der zuletzt im zweiten Quartal 2008 zu beobachten war. Und in neun der Top 10-Transaktionen weist entweder

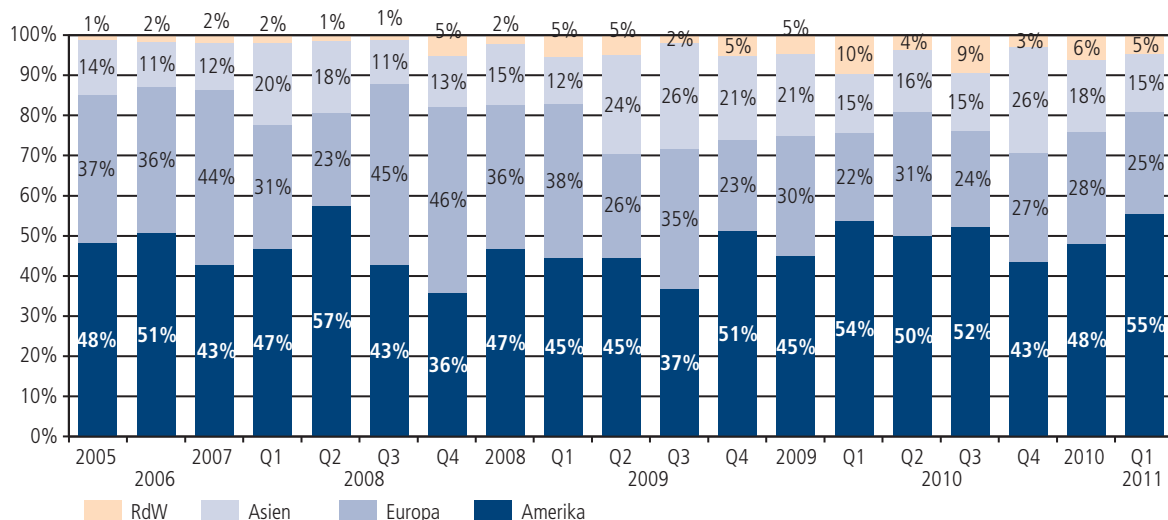
Abb. 3 • Die 10 größten angekündigten M&A-Transaktionen in Q1 2011

Quelle: Thomson Financial

Platz	Bekanntgabe	Zielunternehmen	Land	Käufer	Land	Wert (Mio. US-\$)
1	20.03.11	T-Mobile USA Inc	USA	AT&T Inc	USA	39.000
2	10.01.11	Progress Energy Inc	USA	Duke Energy Corp	USA	26.015
3	26.01.11	ProLogis	USA	AMB Property Corp	USA	15.156
4	18.01.11	Cargill Inc	USA	Cargill Inc	USA	14.852
5	09.02.11	NYSE Euronext Inc	USA	Deutsche Boerse AG	Deutschland	10.164
6	01.03.11	Centro Properties Group-US	USA	BRE Retail Holdings Inc	USA	9.400
7	14.03.11	Lubrizol Corp	USA	Berkshire Hathaway Inc	USA	9.249
8	21.02.11	Reliance Industries Ltd-23 Oil	Indien	BP Plc	Großbritannien	9.000
9	18.01.11	The Mosaic Co	USA	Creditors	USA	8.878
10	07.02.11	Pride International Inc	USA	Enasco Plc	Großbritannien	8.685

Abb. 4 • M&A-Volumen nach Regionen (Zielland)

Quelle: Thomson Financial



der Käufer oder das Zielunternehmen einen Amerika-Bezug auf. Noch stärker als der europäische Anteil fiel das Transaktionsvolumen in Asien zurück, das von 26% auf 15% zurückging.

Verglichen mit dem Jahr 2010 stieg der Anteil nationaler Transaktionen am weltweiten M&A-Volumen 2011 bislang von 60% auf 64%, liegt damit aber weiterhin unter dem langjährigen Durchschnitt; interregionale Transaktionen machen 24% des Gesamtmarktes aus. Trotz des Rückgangs der intraregionalen Transaktionen von 17% auf 12% lässt sich aus dieser Aufteilung dennoch ein positives Signal ableiten: Cross Border-Transaktionen zeichnen sich durch ein erhöhtes Maß an Unsicherheit vor allem durch Fremdwährungs- und Makrorisiken, aber auch rechtliche und regulatorische Risiken, im Vergleich zu „normalen“ M&A-Transaktionen aus. Der weiterhin hohe Anteil reflektiert ein hohes Vertrauen

der Akteure in die Stabilität der Konjunktorentwicklung und der Kapitalmärkte.

Bei den eingesetzten Transaktionsmitteln ist im ersten Quartal ein Rückgang der Barmittel von 69% auf 63% und ein Anstieg des Anteils von Aktien um 3% auf 21% sowie der hybriden Transaktionsmittel von 12% auf 17% zu beobachten. Der Anstieg des Aktien-Anteils lässt sich vorrangig durch die attraktiveren Bewertungsniveaus im Vergleich zum Vorjahr begründen. Der weiterhin hohe Anteil an Barmitteln ergibt sich vor allem durch die hohen Cash-Bestände, die aus den derzeit in vielen Unternehmen sehr starken Cash-flows rühren. Die Kombination einer starken wirtschaftlichen Erholung und der Resultate der Rationalisierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen in der Krisenphase führen bei den leistungsstarken Unternehmen zu erheblichen Liquiditätspolstern, die ihrerseits Treiber einer stärkeren M&A-Aktivität sein können.

Abb. 5 • M&A-Volumen 2000 bis 2011 YTD: Nationale vs. Internationale Transaktionen

Quelle: Thomson Financial

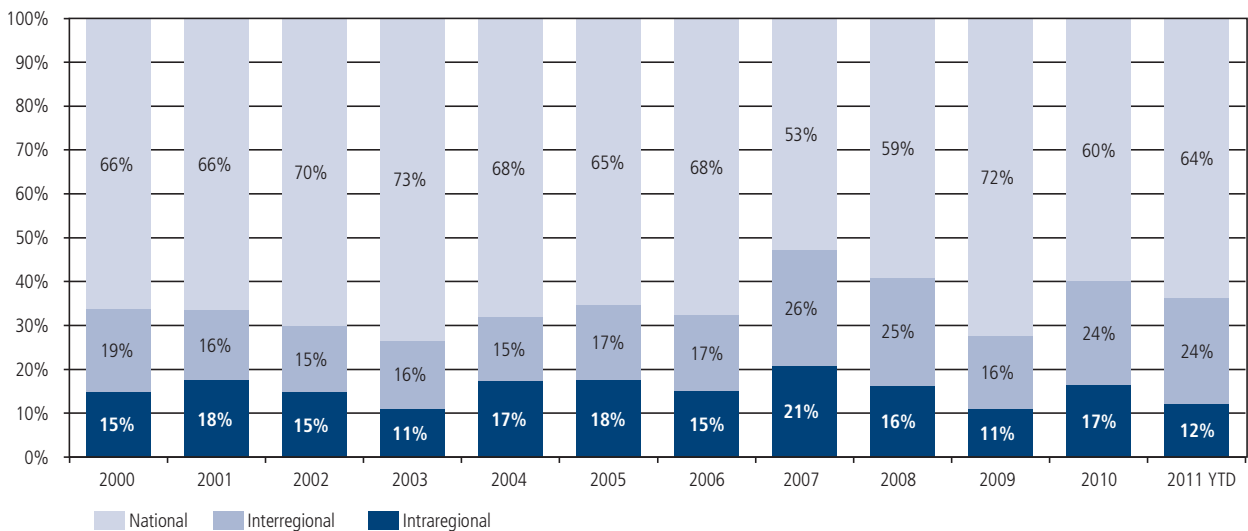


Abb. 6 • M&A-Volumen 2000 bis 2011 YTD: Eingesetzte Transaktionsmittel

Quelle: Thomson Financial

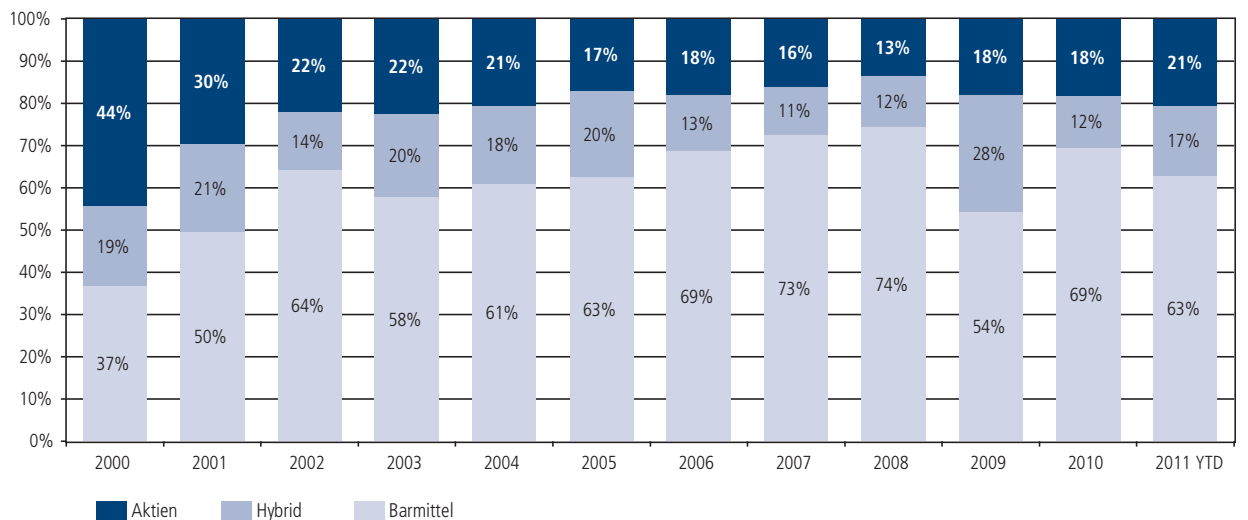
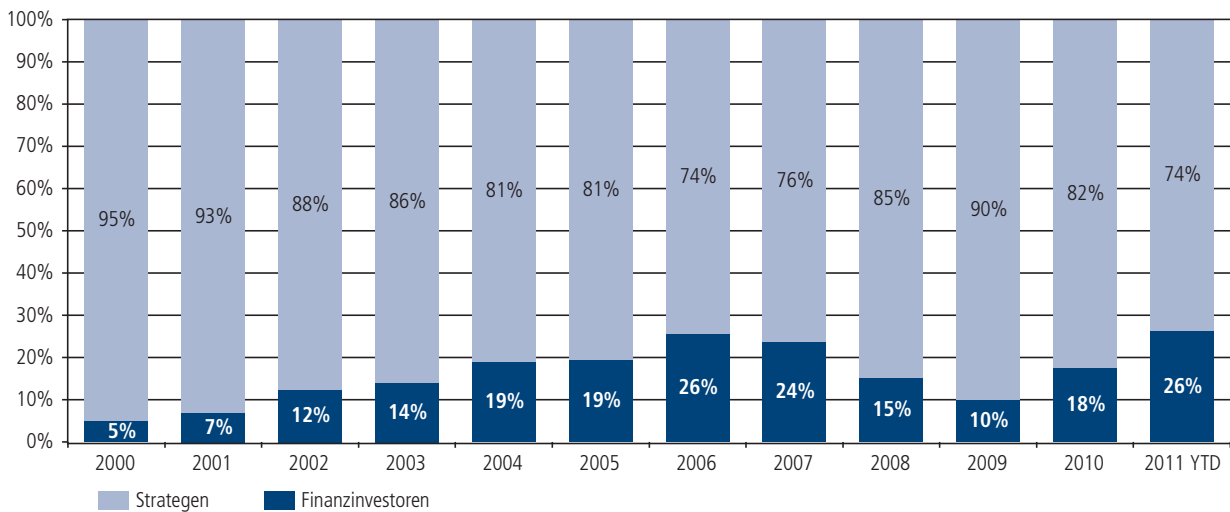


Abb. 7 • Anteil Strategen und Finanzinvestoren an den Aktivitäten auf dem M&A-Markt

Quelle: Thomson Financial



4. Die Rückkehr der Finanzinvestoren erfolgt langsam

Im Vergleich zum Vorjahr stieg der Anteil der Finanzinvestoren um 8% von 18% auf 26% des globalen M&A-Transaktionsvolumens. Dieser Wert wurde im langjährigen Vergleich nur im Jahr 2006 erreicht und stellt somit einen historischen Höchststand dar. Die Treiber sind schon aus den letzten Quartalen bekannt: höhere Verfügbarkeit von Akquisitionsfinanzierungen, zunehmendes Vertrauen in die Märkte unter anderem durch abnehmende Makro- und Konjunkturunsicherheiten, sowie ein hoher Bestand an vor der Krise eingesammelten Mitteln, welche für Investitionen bereit stehen und auch investiert werden müssen.

Dennoch scheint die Stunde der Finanzinvestoren noch nicht wieder gekommen zu sein. Auffällig ist ein Fehlen der wirklich großen Transaktionen. Nur zwei Transaktionen im ersten Quartal überstiegen ein Volumen von 1,6 Mrd. US-\$. Die bessere Finanzierbarkeit schlägt sich noch nicht in absolut hohen Finanzierungsvolumina nieder. Dies liegt auch daran, dass die Branchenaktivität viel gleichmäßiger verteilt ist als beim letzten Boom. Die 15 weltweit größten Fonds waren im ersten Quartal lediglich in neun Transaktionen involviert und setzten dabei circa 8,5 Mrd. US-\$ an Eigenkapital ein. Die erheblichen Eigenkapitalmittel, die von den Fonds verwaltet werden, harren weiterhin ihrer Verwendung.

5. Hält der M&A-Trend?

Eine Prognose für das M&A-Jahr 2011 ist derzeit schwierig. Einerseits möchte man nur zu gern die positive Entwicklung der ersten Monate des Jahres fortschreiben: steigende Volumina auf fast allen Märkten, ein hoher Anteil von grenzüberschreitenden Transaktionen, eine gute Mischung über alle Branchen, dazu Rekordergebnisse der Unternehmen, die zu hohen Liquiditätsbeständen führen und ein hohes Maß an Optimismus der

Konjunkturauguren und der Kapitalmärkte induzieren. Auch im zweiten Quartal gibt es bereits Großtransaktionen, die durchaus als mutig bezeichnet werden können, beispielsweise der Erwerb der Internettelefonieplattform Skype durch Microsoft für 8,5 Mrd. US-\$ in bar.

Auf der anderen Seite sind erhebliche Makrorisiken nicht zu ignorieren – fast erscheint es vermessen zu glauben, dass ein solches Konvolut von konjunktur- und stabilitätsgefährdenden Themen, wie es derzeit global vorzufinden ist, auf Dauer nicht zu Effekten auf Ertragskraft und Bewertung der Unternehmen führen wird. Ein Einbruch der hohen chinesischen Güternachfrage, eine Dislozierung bei den Rohstoffpreisen und Instabilitäten in den Währungs- und Finanzsystemen könnten sehr schnell zu einem abrupten Ende der M&A-Konjunktur führen.

Die Diskussion, welchem Szenario eine höhere Wahrscheinlichkeit beizumessen ist, ist bei Unternehmen wie Kapital-sammelstellen lebhaft im Gange. Für die Durchführung von M&A-Transaktionen ergibt sich daraus ein bekanntes Dilemma – weder will man den letzten teuren Einkauf getätigt haben noch auf Chancen aus Akquisitionen verzichten, wenn der Markt sich weiter nach oben entwickelt. Wohin der Markt in seiner Mehrheit tendiert, werden wir in den nächsten Monaten beobachten. ■



Kai Tschöke (li.) arbeitet seit 1993 bei Morgan Stanley und ist für die M&A-Aktivitäten in Deutschland und Österreich verantwortlich. Zu seinen aktuellen Transaktionen zählen der Erwerb von 47% an EnBW durch das Land Baden-Württemberg, der geplante Verkauf von T-Mobile USA durch die Deutsche Telekom, der

Erwerb von 19,9% an Suzuki durch Volkswagen und die Kapitalerhöhungen von Verbund und Porsche SE. kai.tschoeke@morganstanley.com
Dr. Bernhard Klemen arbeitet seit mehr als 3 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 Kaufes der Düsseldorfer Hypothekenbank durch Lone Star tätig. bernhard.klemen@morganstanley.com