

Der deutsche M&A-Markt 2008 – Im Zeichen der Finanzkrise

Sven Kunisch, M&A REVIEW, St. Gallen*

1. Einleitung

► Bis zum „Wort des Jahres 2008“ hat es die *Finanzkrise* geschafft. *Finanzkrise* war somit das Wort, welches die öffentliche Diskussion in 2008 besonders bestimmt hat. Laut Jury der Gesellschaft für deutsche Sprache (GfdS) war dieser Ausdruck seit Anfang des Jahres in der öffentlichen Diskussion präsent; er kennzeichnet zusammengefasst die dramatische Entwicklung im Banken-, Immobilien- und Finanzsektor und bezieht „Immobilien-“, „Kredit-“, „Liquiditäts-“ und „Wirtschaftskrise“ ein¹. Ohne Zweifel kann der Ausdruck *Finanzkrise* auch zum „M&A-Wort des Jahres 2008“ gekürt werden. Schließlich wurde das Geschehen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle im vergangenen Jahr entscheidend durch die Finanzkrise geprägt.

War das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen bereits seit Mitte 2007 im Zuge der Kredit- und Finanzkrise weltweit unter Druck gekommen, so hat sich die Lage spätestens ab Mitte 2008 drastisch verschärft. Die (finanz-)wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich noch einmal deutlich verschlechtert. Vor diesem Hintergrund lohnt ein Rückblick auf das M&A-Jahr 2008. Ziel des vorliegenden Beitrages ist es, das M&A-Geschehen 2008 in Deutschland zu analysieren und zusammenzufassen. Die Ergebnisse zeigen, dass im Jahr 2008 viele Charakteristika der sechsten M&A-Welle nicht mehr in Erscheinung getreten sind; demnach ist sie zu Ende. Stattdessen zeichneten sich neue M&A-Trends im abgelaufenen Jahr ab. In 2009 könnten sich viele dieser Entwicklungen zunächst fortsetzen. Vor allem Absagen, Neuverhandlungen bei bereits abgeschlossen geglaubten Transaktionen und aufsehenerregende Notverkäufe könnten noch bevorstehen.

Der M&A-Jahresrückblick 2008 gliedert sich wie folgt: Zunächst wird kurz das weltweite M&A-Geschehen zusammengefasst, so dass danach der deutsche M&A-Markt im Kontext der globalen M&A-Entwicklungen beleuchtet werden kann. Bei der Betrachtung des deutschen Marktes stehen die Entwicklungen der

Transaktionszahlen und -volumina, die größten Transaktionen des Jahres, das Beratungsgeschäft, die Neuemissionen, wesentliche Branchentrends sowie grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen im Fokus. Abschließend folgt neben einer kurzen Zusammenfassung ein Ausblick auf mögliche Entwicklungen im Jahr 2009.

2. Überblick zum weltweiten M&A-Markt^{2,3}

Im Jahr 2008 wurden die weltweiten Aktivitäten bei Fusionen und Übernahmen zweifelsohne von den Auswirkungen der Kredit- und Finanzkrise bestimmt. Nachdem die Verunsicherungen bereits in der zweiten Hälfte des Vorjahres deutlich wurden, begann das Jahr 2008 zunächst verhalten. Bereits im Frühjahr und Sommer kam es dann zu einer Zuspitzung, bevor sich die Ereignisse im Herbst fast überschlugen. Der Zusammenbruch der Investmentbank Bear Stearns wurde noch durch die Notrettung durch JP Morgan und Staatshilfen abgewendet. Merrill Lynch flüchtete sich unter das Dach der Bank of America. Eine Reihe von Finanzhäusern brach jedoch gänzlich zusammen. Unter den spektakulärsten Pleiten war Lehman Brothers. Die verbliebenen Traditionshäuser verabschiedeten sich sogar vom Geschäftsmodell der reinen Investmentbank. Um die Krise in den Griff zu bekommen, wurden von Regierungen weltweit Rettungsschirme für den Finanzsektor gespannt; in vielen Ländern (USA, Großbritannien, Frankreich) sahen diese auch staatliche Beteiligungen vor. Regierungen wurden somit (unfreiwillig) zu wichtigen M&A-Akteuren – vor allem bei Notverkäufen von Banken.

* Autorenkontakt: sven.kunisch@unisg.ch.

1 Gesellschaft für deutsche Sprache (GfdS) in Wiesbaden: <http://www.gfds.de/>.

2 Sämtliche Zahlen zur weltweiten Entwicklung der M&A-Märkte basieren auf Auswertungen des M&A-Datenanbieters Dealogic. Darüber hinaus wurden auch M&A-Analysen des Informationsanbieters Mergermarket einbezogen.

3 Einen ausführlichen Rückblick auf das internationale M&A-Geschehen im Jahr 2008 finden Sie in der International Column in der kommenden Ausgabe der M&A REVIEW 03/2009.

Zunächst ein Blick auf die wichtigsten Transaktionszahlen des Jahres: Das Gesamtvolumen der im Jahr 2008 angekündigten Transaktionen belief sich auf ca. 3.330 Mrd. US-\$. Dies entspricht einem Rückgang von 28% gegenüber dem Rekordwert aus dem Jahr 2007. Dennoch markiert der Wert den viertgrößten bisher. Im vierten Quartal 2008 betrug das Transaktionsvolumen 651 Mrd. US- $\text{\$}$; der Rückgang im Vergleich zum Vorjahresquartal von 36% war nochmal größer als das Jahresdurchschnittsminus.

Aus Branchensicht spielte die Musik im abgelaufenen Jahr vor allem im Finanzsektor. Transaktionen mit Zielobjekten aus dieser Branche machten einen Wert von 623,4 Mrd. US- $\text{\$}$ aus; dieses Volumen entspricht 19% des gesamten M&A-Volumens im Jahr 2008. Im vierten Quartal 2008 betrug das Transaktionsvolumen dieser Branche 214,3 Mrd. US- $\text{\$}$; der relative Anteil am Gesamtvolumen lag somit sogar bei 33%. Insgesamt wurden im Finanzsektor zehn Transaktionen mit einem Volumen größer als 10 Mrd. US- $\text{\$}$ angekündigt.

Mit Blick auf die einzelnen Regionen kann festgestellt werden, dass die Zahlen fast ausnahmslos rückläufig waren. Während die Rückgänge in den USA und Europa jedoch sehr deutlich ausfielen, waren sie in Asien noch relativ moderat: In den USA betrug das gesamte Transaktionsvolumen in 2008 1.080 Mrd. US- $\text{\$}$ – ein Minus von ca. 31%. Im vierten Quartal 2008 brach der US-Markt sogar noch drastischer ein. Das Transaktionsvolumen im letzten Vierteljahr des Jahres betrug 115,2 Mrd. US- $\text{\$}$ und fiel somit um ganze 60% gegenüber dem Vorquartal. Dieser Wert ist der niedrigste seit dem ersten Quartal 2003. In den USA ging zudem die Zahl der Megadeals mit einem Wert zwischen 1 und 10 Mrd. US- $\text{\$}$ um 39% deutlich zurück. Ähnlich eingetrübt wie in den USA sah das Bild in Europa aus. Das gesamte Transaktionsvolumen verringerte sich um 30% auf 1.300 Mrd. US- $\text{\$}$. Ohne die staatlichen Beteiligungen, die insgesamt ein Volumen von 160 Mrd. US- $\text{\$}$ ausmachten, hätte das Minus sogar bei 38% gelegen. Vor allem das vierte Quartal 2008 wäre ohne diese Transaktionen in Höhe von 128 Mrd. US- $\text{\$}$ mit einem Minus von 58% gegenüber dem Vorquartal ebenso dramatisch verlaufen wie in den USA. In Asien hielt sich der Abschwung in Grenzen. Ein Gesamtvolumen von 502 Mrd. US- $\text{\$}$ bedeutete lediglich ein Minus von 10% gegenüber 2007. Ein wesentlicher Treiber war hier China. Das Volumen der Transaktionen mit chinesischen Objekten stieg im Vergleich zu 2007 um 38% auf 190,8 Mrd. US- $\text{\$}$. Weltweit stieg lediglich das Interesse an brasilianischen Objekten mit einem Plus von 84% noch stärker.

Die Unsicherheiten auf den Kredit- und Finanzmärkten verhalfen dem Jahr 2008 auch zu ein paar, allerdings wenig erfreulichen Rekorden bei den abgesagten Deals. Zum einen erreichte die Gesamtzahl der abgesagten Deals einen neuen Höchstwert. Insgesamt wurden weltweit 1.362 M&A-Transaktionen abgebrochen. Das

Gesamtvolumen belief sich auf 923 Mrd. US- $\text{\$}$ und lag damit nur knapp unter dem Rekordwert aus dem Vorjahr in Höhe von 1.160 Mrd. US- $\text{\$}$. Zum anderen sorgten zwei abgesagte Deals für neue Höchstwerte: So wurde die Absage der geplanten Übernahme von Rio Tinto durch den weltgrößten Bergbaukonzern BHP Billiton in Höhe von 147,8 Mrd. US- $\text{\$}$ zur bisher teuersten abgesagten Transaktion. Ferner wurde die Zurücknahme der geplanten Akquisition von BCE mit einem Wert von 48,5 Mrd. US- $\text{\$}$ zum größten abgesagten Deal mit Beteiligung von Finanzinvestoren.

Zusammenfassend können vor allem folgende Entwicklungen als wesentliche Charakteristika des abgelaufenen M&A-Jahres festgehalten werden:

- (1) M&A-Deals: Es gab eine Vielzahl von abgesagten Deals und sogenannten „Distressed Deals“, d.h. aus der Not geborenen Transaktionen, vor allem im Finanzsektor. Auch fanden weniger Megadeals statt, und die Transaktionsgröße hat insgesamt abgenommen.
- (2) M&A-Akteure: Das Kräfteverhältnis bei den Akteuren hat sich verschoben. Private Equity war nicht mehr so aktiv wie in den Jahren zuvor. Strategen, Staatsfonds und zunehmend auch Regierungen waren für den Großteil der Aktivitäten verantwortlich.
- (3) M&A-Branchen/-Regionen: Der Finanzsektor war die „beliebteste“ Zielbranche. Asien, vor allem dank China, war vom Abschwung weniger stark betroffen.

3. Überblick zum M&A-Markt in Deutschland

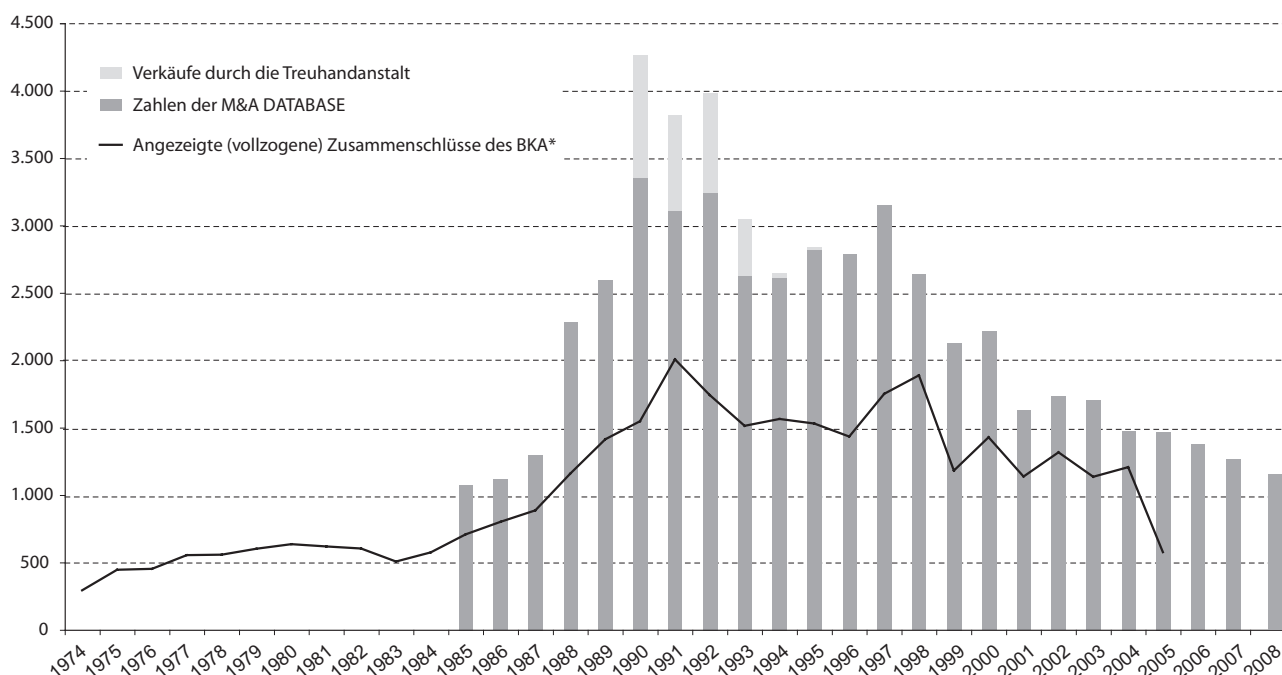
Obwohl das M&A-Volumen für Transaktionen mit europäischen Kaufobjekten im Vergleich zum Vorjahr um 30% einbrach, verzeichnete der deutsche M&A-Markt im Jahr 2008 einen noch vergleichsweise moderaten Rückgang. Dies zeigen die angekündigten Transaktionen mit dem Zielland Deutschland⁴: Das Gesamtvolumen bei Transaktionen mit deutschen Targets fiel lediglich um 6% von 188 Mrd. US- $\text{\$}$ auf 176 Mrd. US- $\text{\$}$. Abgesehen von China und Brasilien, die als einzige deutliche Zuwächse verzeichnen konnten, war dies sogar weltweit der mit Abstand geringste Rückgang. Die Anzahl der angekündigten Transaktionen mit deutschen Zielobjekten stieg gegenüber dem Vorjahr sogar um knapp 9% von 1.295 auf 1.411. An diesen Zahlen wird bereits ein wesentlicher Trend für den deutschen M&A-Markt deutlich; nämlich dass die Transaktionen durchschnittlich kleiner waren.

⁴ Quelle: Dealogic.

⁵ Die Universität St. Gallen erfasst in der M&A DATABASE seit 1985 sämtliche im deutschsprachigen Raum abgeschlossenen Transaktionen. Für weitere Informationen: sven.kunisch@unisg.ch.

Abb. 1 | Transaktionsentwicklung in Deutschland seit 1974

Quelle: M&A DATABASE



* Mit der 7. Novelle des GWB sind zum 1. Juli 2005 die Regeln zur Bekanntmachung vollzogener Zusammenschlüsse geändert worden, daher der Einbruch ab 2005. Auch die eher stagnierenden Zahlen der M&A DATABASE sind auf diese Entwicklung zurückzuführen.

Auch die Daten der M&A DATABASE der Universität St. Gallen⁵ zu den tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen deuten darauf hin, dass die Aktivitäten auf dem deutschen M&A-Markt im Jahr 2008 moderat zurückgegangen sind. So wurden für das Gesamtjahr 2008 insgesamt 1.191 Transaktionen mit Beteiligung eines deutschen Unternehmens als Käufer, Objekt bzw. Verkäufer registriert (vgl. Abb. 1). Verglichen mit dem Wert des Vorjahreszeitraums, für den 1.266 Transaktionen erfasst wurden, bedeutet dies einen Rückgang von knapp 6% – die gleiche Größenordnung wie beim Gesamtvolumen der angekündigten Transaktionen. Ähnlich wie schon im Vorjahr wurden in der zweiten Jahreshälfte deutlich weniger Fusionen und Übernahmen registriert (vgl. Abb. 2).

Die bereits aufgeführten globalen Tendenzen treffen weitestgehend auch für den deutschen M&A-Markt zu. Vor allem der Trend zu

kleineren Transaktionen war auffällig. Das durchschnittliche Volumen der Transaktionen ist deutlich zurückgegangen. Das Motto der sechsten M&A-Welle „Big is beautiful“ schien nicht mehr zu gelten. Diese Tendenz lässt sich anhand von weiteren Zahlen verdeutlichen: Zum einen ging in der M&A DATABASE die Anzahl der Transaktionen zurück, für die überhaupt ein Kaufpreis bekannt war. Waren es in den Vorjahren 2006 und 2007 noch 264 (Gesamtanzahl 1.379) bzw. 311 (bei gesamt 1.266), so war im zurückliegenden Jahr für 192 Transaktionen

Abb. 2 | Transaktionsentwicklung in Deutschland Q1 2006 - Q4 2008

Quelle: M&A DATABASE

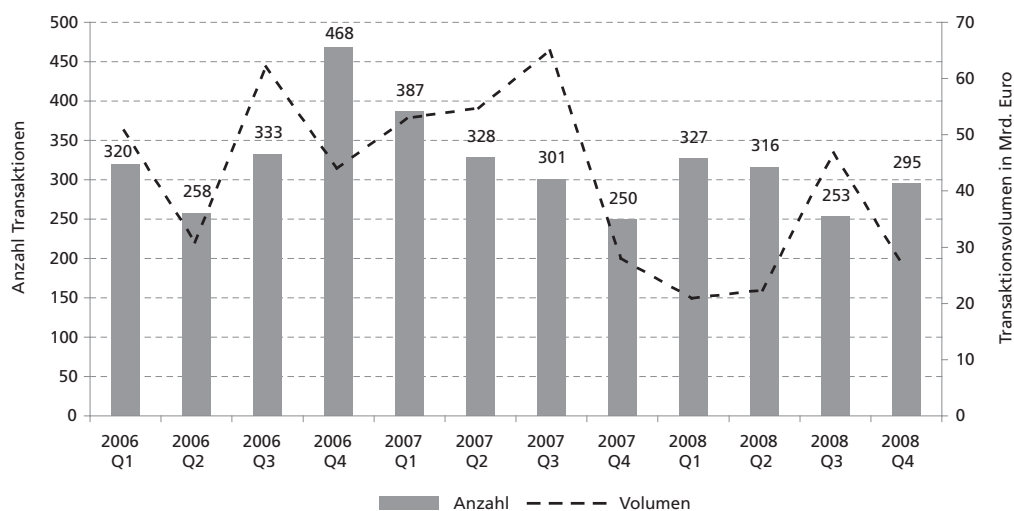


Abb. 3 | Top Ten-Deals mit deutscher Beteiligung 2008 (nach Volumen)*

M&A DATABASE

Käufer	Objekt	Preis in Mrd. Euro (ca.)
Schaeffler KG	Continental AG	11,1
Freistaat Bayern	Bayerische Landesbank	10,0
Commerzbank AG	Dresdner Bank AG	5,1
Crédit Mutuel	Citibank AG	4,9
Fresenius AG	APP Pharmaceuticals LLC	4,6
Konsortium Deutsche Bank / Babcock & Brown	Angel Trains Group Ltd.	4,5
Albert Ballin GmbH & Co. KG	Hapag Lloyd AG	4,4
BASF AG	Ciba Holding AG	3,8
Henkel KGaA	National Starch & Chemical Corp.	3,7
Whitehall Real Estate Fund	Landesentwicklungsgesellschaft Baden-Württemberg (LEG)	3,4
Gesamtvolumen		55,5

* Genehmigung durch Wettbewerbsbehörden bei einigen Transaktionen evtl. noch ausstehend.

tionen ein Kaufpreis bekannt. Da gerade bei kleineren Transaktionen Informationen zu Kaufpreisen seltener veröffentlicht werden, kann dies als ein Indiz für den genannten Trend gelten. Zum anderen sank auch die Anzahl der Deals mit einem Transaktionswert über 50 Mio. Euro. Im Jahr 2008 wurden 127 solcher Transaktionen in der M&A DATABASE erfasst. Davor waren es noch 178 im Jahr 2006 bzw. 220 in 2007.

Ein weiteres Indiz für die geringeren Transaktionsvolumina ist die Tatsache, dass das Gesamtvolumen und somit auch das durchschnittliche Volumen der zehn größten Deals deutlich zurückgegangen ist (vgl. Abb. 3). Die Werte des abgelaufenen Jahres 2008 – 55,5 Mrd. Euro Gesamtvolumen und somit 5,55 Mrd. Euro durchschnittlich pro Transaktion – lagen deutlich unter denen des Vorjahres 2007, die bei 75,9 Mrd. Euro in Summe bzw. 7,59 Mrd. Euro im Durchschnitt pro Transaktion gelegen hatten. Es wurden auch weniger sogenannte Megadeals getätigt. Lag im Jahr 2007 bei acht Deals der Transaktionswert über 5 Mrd. Euro, so wurden 2008 in dieser Größenordnung nur noch drei Transaktionen registriert. Die Unsicherheiten bei Bewertungen und Kreditbeschaffung haben also auch zu einem Rückgang bei Großübernahmen geführt.

Auffällig bei den größten Deals waren vor allem zwei Branchen; der Finanzsektor und die Chemie- und Pharmabranche. Spieler aus der Finanzbranche traten vier Mal in der Käuferrolle und bei drei Transaktionen als Objekt in Erscheinung. Vor allem diese drei Transaktionen standen bzw. stehen im öffentlichen Scheinwerferlicht: So erregte die Rettungsaktion für die ins Schlingern geratene Bayern LB reichlich Aufmerksamkeit. Der Freistaat Bayern sagte dem Institut Unterstützung mittels Eigenkapitalzufuhr in Höhe von 10 Mrd. Euro zu. Die Übernahme der Dresdner Bank durch die Commerzbank für geschätzte 5,1 Mrd. Euro konnte zunächst als Schritt zur Branchenkonsolidierung verstanden werden. Doch im Zuge der Finanzkrise geriet die Transaktion nun zu Beginn des Jahres 2009 ins Wanken, und die Regierung kündigte eine Teilverstaatlichung der Commerzbank an. Auch der Kauf der deutschen Citibank-Filialen durch die französische Crédit Mutuel in Höhe von ca. 4,9 Mrd. Euro kann in direktem Zusammenhang mit den Turbulenzen im Finanzsektor gesehen werden. Im Gegensatz dazu hatten die Transaktionen mit Beteiligung der Chemie- und Pharmabranche vornehmlich strategische Hintergründe. Unternehmen aus diesen Branchen waren jeweils drei Mal als Käufer und Objekt involviert.

Der größte Deal des Jahres war zugleich eine der spektakulärsten Transaktionen in der jüngsten Vergangenheit: Das fränkische Familienunternehmen Schaeffler stieg mit einer Milliardenbeteiligung als Großaktionär beim Reifenkonzern Continental ein. Nach einem längeren Übernahmekampf einigten sich Schaeffler und Continental im Spätsommer 2008 auf eine Erhöhung des Kaufangebots und eine Beteiligung von höchstens 49,9%. Zwischenzeitlich wurden Schaeffler jedoch mehr als 90% der Aktien angedient, da das Übernahmeangebot bei den Continental-Aktionären angesichts der Finanzkrise und der trüben Aussichten für die Autobranche auf unerwartet hohen Zuspruch stieß. Nun muss Schaeffler einen Teil dieser Anteile in einem äußerst schwierigen Umfeld weiterreichen.

Für viel Aufsehen im Verlauf des vergangenen Jahres sorgte auch der Verkauf von Hapag Lloyd. Bemerkenswert war der Druck der Aktionäre, die vom TUI-Vorstand eine Trennung von der Containerschifffahrt forderten. Dieser gab schließlich nach und verkaufte die Mehrheit an Hapag Lloyd an eine Tochter des Konsortiums Albert Ballin. Dabei veräußerte TUI zunächst sämtliche Anteile an Hapag Lloyd zu einem Unternehmenswert von ca. 4,45 Mrd. Euro. Anschließend erwarb der Reise- und Schifffahrtskonzern für einen Kaufpreis von 700 Mio. Euro eine 33,33%-Beteiligung an der neuen Gesellschaft. Da die Hamburger Bietergruppe Hapag Lloyd als eigenständiges Unternehmen in Hamburg halten wollte, wurde sie im Bieterprozess auch von der Hamburger Stadtregierung unterstützt. Den Verkaufserlös in Höhe von 1,4 Mrd. Euro wollte TUI für eine Sonderdividende an die Aktionäre sowie für Investitionen in das Tourismusgeschäft einsetzen.

4. Berater bei deutschen Targets⁶

Für die M&A-Berater war das Jahr 2008 durchwachsen. Sie mussten weltweit deutliche Umsatzeinbußen verkraften. Insgesamt fielen die Umsätze mit Beratungsdienstleistungen um 29% von 28,8 Mrd. US-\$ im Jahr 2007 auf 20,9 Mrd. US-\$ im abgelaufenen Jahr. Dass es jedoch nicht noch schlimmer gekommen ist, können die M&A-Berater einer Vielzahl von aus der Not geborenen Transaktionen verdanken. In den Zahlen der Rangliste der M&A-Beratungen bei deutschen Transaktionen spiegelt sich auch wider, dass der deutsche M&A-Markt vom Abschwung vergleichsweise weniger hart betroffen war (vgl. Abb. 4). Einige Vertreter konnten sowohl bei den Transaktionsvolumen als auch bei der Anzahl der begleiteten Deals zulegen.

Die Rangliste der M&A-Berater für deutsche Transaktionen wurde reichlich durcheinandergewirbelt. Nicht nur auf den ersten vier Plätzen gab es ein munteres Stuhlrücken. Auch vier Neueinsteiger machten auf sich aufmerksam. Auf dem ersten Platz, bezogen sowohl auf die Summe der Transaktionsvolumina als auch auf die Anzahl der Deals, landete die Deutsche Bank. Gegenüber dem Vorjahr wurden die Werte sowohl beim Volumen der beratenden Transaktionen (um mehr als 30 Mrd. US-\$) als auch bei der Anzahl der begleiteten Deals (plus 43) überflügelt. Auf den weiteren Plätzen folgen Goldman Sachs, UBS und Morgan Stanley. Während die Schweizer bei Anzahl und Volumen der Deals zulegen konnten, mussten die beiden US-Finanzhäuser teilweise deutliche Einbußen hinnehmen. Neu in der Rangliste der Berater des abgelaufenen Jahres sind BNP Paribas, Dresdner Kleinwort, HSBC und Nomura. Sie ersetzen Rothschild, Credit Suisse, Lehman Brothers und Merrill Lynch. JP Morgan und Citigroup sind auf die Plätze neun und zehn abgerutscht.

Für das Jahr 2009 fällt eine Prognose schwierig aus. Allerdings könnten auch die Berater zukünftig vor neue Herausforderungen gestellt werden. Möglicherweise könnten durch die Folgen der Finanzkrise und den Konjunkturabschwung Unternehmen zunehmend in Schieflage geraten. Infolgedessen könnte die Zahl der „Distressed M&A“ weiter zunehmen und das Übernahmekarussell wieder angekurbelt werden. Bei solchen Transaktionen bleibt für eine tiefgreifende Due Diligence aufgrund eines enormen Zeitdrucks kaum Zeit. Hier könnten ggf. neue Instrumente zum Einsatz kommen, zum Beispiel eine *Red Flag Due Diligence*⁷. Schließlich ist auch bei aus der Not geborenen Transaktionen eine Einschätzung von Chancen und Risiken wichtig.

5. Neuemissionen⁸

An den Aktienmärkten hat die Finanzkrise deutliche Spuren hinterlassen. 2008 war eines der schlechtesten Börsenjahre. Der Dax hat in diesem Zeitraum gut 40% an Wert verloren, nur 2002 erlitt er mit 44% noch

Abb. 4 | Rangliste der M&A-Beratungsunternehmen in Deutschland 2008

Quelle: Dealogic

Berater	Transaktionsvolumen (in Mrd. US-\$)	Deals	Vorjahr (2007)
Deutsche Bank	116,858	107	3
Goldman Sachs	86,635	23	1
UBS	85,400	36	4
Morgan Stanley	71,162	18	2
BNP Paribas	60,953	8	-
Dresdner Kleinwort	55,781	15	-
HSBC	55,002	7	-
Nomura	54,681	13	-
JP Morgan	52,191	19	5
Citi	51,415	15	6

drastischere Einbußen. Damit geht 2008 als das zweit-schlechteste Jahr in die 20-jährige Geschichte des deutschen Leitindex ein. Es ist davon auszugehen, dass die Unsicherheit über den Fortgang der Finanzkrise und die konjunkturelle Entwicklung vermutlich auch im Jahr 2009 anhalten wird. Positiv aus M&A-Sicht ist bestenfalls, dass günstigere Unternehmensbewertungen Zukäufe interessanter machen könnten.

Auch die Primärmarktzahlen für das Jahr 2008 waren im Vergleich zum Vorjahr deutlich rückläufig. Im Prime Standard betrug die Anzahl der Neuzugänge zwölf (2007: 33 Unternehmen). Zehn Unternehmen sind aus anderen Segmenten in den Prime Standard aufgestiegen; mit der SMA Solar Technology AG und der GK Software AG haben zwei Unternehmen ihre Aktien im Rahmen eines IPOs platziert. Im Entry Standard wurden 16 Neuzugänge verzeichnet (2007: 43 Unternehmen), darunter ein IPO von Ropal Europe. Fünf Unternehmen sind aus dem Open Market (Freiverkehr) aufgestiegen. Mit den Neuzugängen Shigo Asia und Classic Dream Properties Ltd. haben sich im Jahr 2008 zwei chinesische Unternehmen für den Entry Standard entschieden.

Die SMA Solar Technology AG schaffte mit Abstand die größte Erstnotiz mit einer Marktkapitalisierung von 1,66 Mrd. Euro. Das 1981 gegründete Unternehmen beschäftigt derzeit 2.600 Mitarbeiter und machte 2007 rund 330 Mio. Euro Umsatz nach 193 Mio. Euro im Vorjahr. Es ist

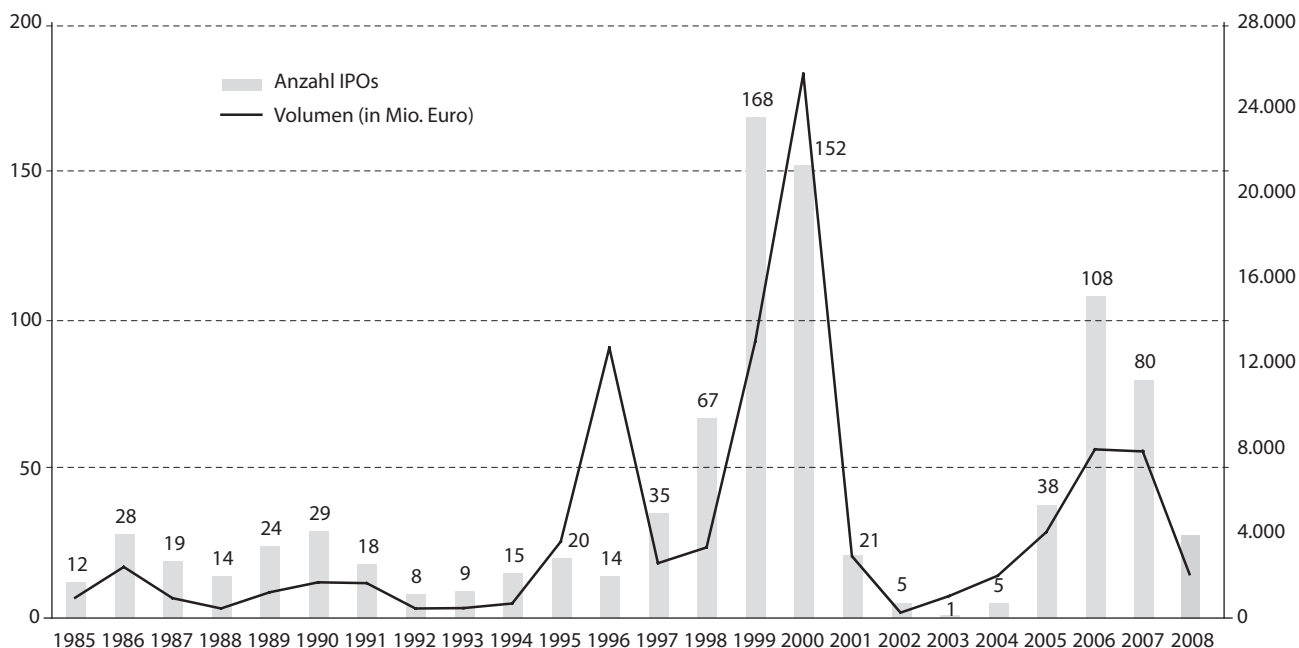
6 Quelle: Dealogic.

7 Vgl. auch Slopek: Unternehmenskauf Light: Die *Red Flag Due Diligence*. In dieser Ausgabe der M&A REVIEW, S. 56-59.

8 Quelle: Deutsche Börse: <http://deutsche-boerse.com>: Jahresstatistik der Börsengänge 2008. Daten bis einschließlich 18. Dezember 2008.

Abb. 5 | Anzahl und Volumen der Aktienneuemissionen in Deutschland seit 1985

Quelle: Deutsche Börse



Seit 2003 IPOs im Prime und General Standard; seit 2005 außerdem IPOs im Entry Standard.

Es wurden sämtliche Transaktionsarten berücksichtigt: Neuemission (NE), Notierungsaufnahme (NA), Privatplatzierung (PP), Dual Listing (DL) und Transfer (TR).

nach eigenen Angaben der weltweit umsatzstärkste Hersteller von Solar-Wechselrichtern. Die zweite Neuemission, die Erstnotierung der GK Software AG, erzielte eine vergleichsweise geringe Marktkapitalisierung in Höhe von 35,6 Mio. Euro. GK Software ist ein technologisch führender europäischer Entwickler und Anbieter von Standardsoftware für den Einzelhandel mit einem umfassenden Produktangebot für Filialen und Unternehmenszentralen.

6. Branchenstatistik

In der Liste der wichtigsten Ziel- und Käuferbranchen gab es im Vergleich zum Vorjahr – abgesehen von den ersten beiden Plätzen – reichlich Bewegung. Neben dem Finanzsektor und der Dienstleistungsbranche lagen die Aktivitäten in 2008 vor allem in den Branchen Chemie/Pharma, Energie-/Entsorgungswirtschaft, Maschinenbau, Medien, Transport/Verkehr, Metallverarbeitung/Anlagenbau und IT/Telekommunikation. Zu den Branchenaufsteigern zählen Chemie/Pharma und Energie-/Entsorgungswirtschaft während IT/Telekommunikation, Elektronik/Elektrotechnik und Handel zu den Branchenabsteigern des Jahres gehören. Die beiden letztgenannten wurden sogar gänzlich aus der Liste der wichtigsten Ziel- und Käuferbranchen verdrängt. Nachstehend folgen weitere Details zu den einzelnen Branchen (vgl. Abb. 6 und Abb. 7).

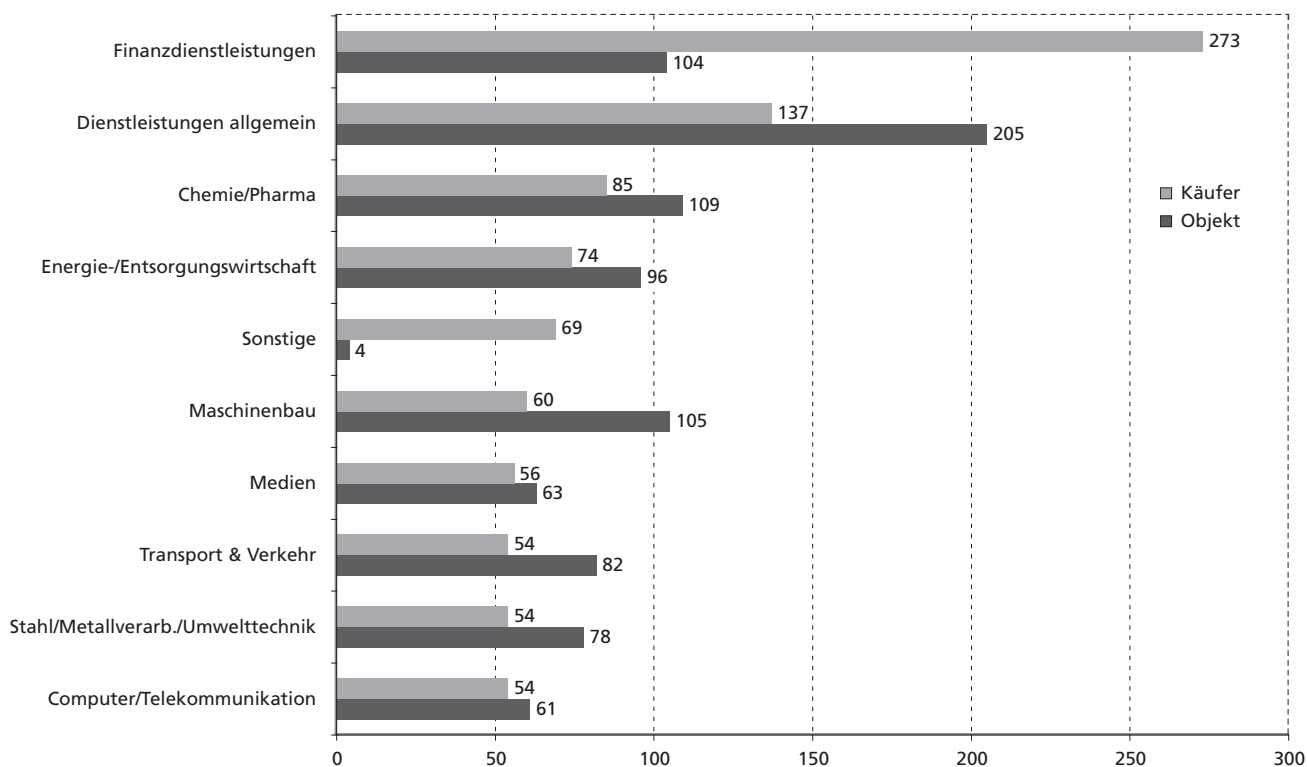
Wie schon in den Vorjahren nahm die Finanzdienstleistungsbranche die erste Stelle bei den Käufern ein.

Mit 273 Transaktionen, was einem Anteil von 22,9% entspricht, lag die absolute Transaktionsanzahl jedoch deutlich unter dem Vorjahreswert von 323 Deals. Ein Grund hierfür kann im Rückgang bei den Aktivitäten von Private Equity-Gesellschaften gesehen werden. Anders als in der globalen Statistik war der Finanzsektor in Deutschland nicht die häufigste Zielbranche. Immerhin 104 solcher Transaktionen wurden registriert. Eine Ursache ist darin zu sehen, dass staatliche Beteiligungen an Finanzhäusern in Deutschland in 2008 kaum eine Rolle spielten. Das deutsche Rettungspaket setzte im Gegensatz zu denen anderer Länder nicht primär auf Beteiligungen an den Finanzinstituten, sondern offerierte ihnen staatliche Hilfszusagen und Garantien.

Im Finanzsektor stand neben den bereits ausgeführten Megadeals vor allem noch eine Transaktion im Blickfeld der Öffentlichkeit: der Einstieg der Deutschen Bank bei der Postbank. Die Deutsche Bank hatte sich Mitte September 2008 mit dem Postbank-Mutterkonzern Deutsche Post darauf verständigt, knapp 30% der Postbank-Aktien zu einem Gesamtpreis von knapp 2,8 Mrd. Euro zu übernehmen. Zudem sicherte sich die Deutsche Bank mit einer Kaufoption den Zugriff auf die restlichen Anteile. Demnach sollte der Branchenprimus nach dem Einstieg zwei Jahre Zeit bekommen, um die übrigen Anteile zu erwerben. Die beiden Finanzhäuser verfügen in Deutschland zusammen über rund 24,2 Mio. Privatkunden – 14,5 Mio. bei der Postbank und 9,7 Mio. bei der Deutschen Bank. Beachtlich bei dem

Abb. 6 | Wichtigste Objekt- und Käuferbranchen 2008

Quelle: M&A DATABASE

**Abb. 7 | Objekt- und Käuferbranchen 2008**

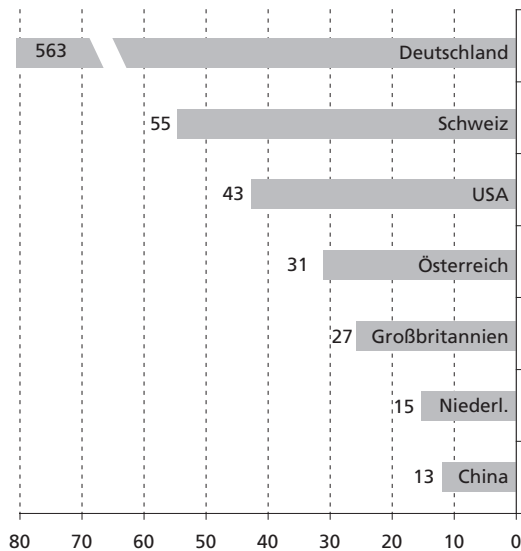
Quelle: M&A DATABASE

Transaktionen 2008	Objekt- branche	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	Summe	%
Käuferbranche																						
01. Energie-/Entsorgungswirtschaft		58	2	7		1	1						1	4							74	6,2%
02. Chemie/Pharma		1	69	2	3	1		1			1		1	4	1	1					85	7,1%
03. Stahl/Metallverarb./Umwelttechnik		3	2	27	11	4	3			1				3							54	4,5%
04. Maschinenbau		1	3	11	31	9			2						1			1	1		60	5,0%
05. Automobilbau				2	8	27	2			1			1	6	1			1			49	4,1%
06. Elektronik/Elektrotechnik		2	2	5	11	7	16			2				2		1		1	3		52	4,4%
07. Textil								3			1										4	0,3%
08. Nahrungs- und Genussmittel		2			1				13	4			1	1						1	23	1,9%
09. Handel		1	4	1		1		3	2	17			4	2		1		1	3		40	3,4%
10. Finanzdienstleistungen		12	12	10	25	13	17	11	1	10	65	5	18	51	4	6	2	1	9	1	273	22,9%
11. Versicherungen											13	20	2	6					2		43	3,6%
12. Transport & Verkehr		1	2				1				1	1	39	7					1	1	54	4,5%
13. Dienstleistungen allg.		4	5	7	4	2	3			3	10	2	5	82	5				5		137	11,5%
14. Medien													1	10	42			1	2		56	4,7%
15. Bau-/Baustoffindustrie		3	1	3	2		3			1	2			3		28	1				47	3,9%
16. Papier/Möbel/Holz					1		1							2			7				11	0,9%
17. Luft- u. Raumfahrt/Bahntechnik											1		1	1				2	1		6	0,5%
18. Computer/Telekommunikation			1	1			2		1	1	1			10	5				32		54	4,5%
19. Sonstige		8	6	2	8	2	5		1	1	9	1	8	11	4				2	1	69	5,8%
Summe		96	109	78	105	67	54	18	20	41	104	29	82	205	63	37	10	8	61	4	1191	
Anteile (%)		8,1%	9,2%	6,5%	8,8%	5,6%	4,5%	1,5%	1,7%	3,4%	8,7%	2,4%	6,9%	17,2%	5,3%	3,1%	0,8%	0,7%	5,1%	0,3%		100%

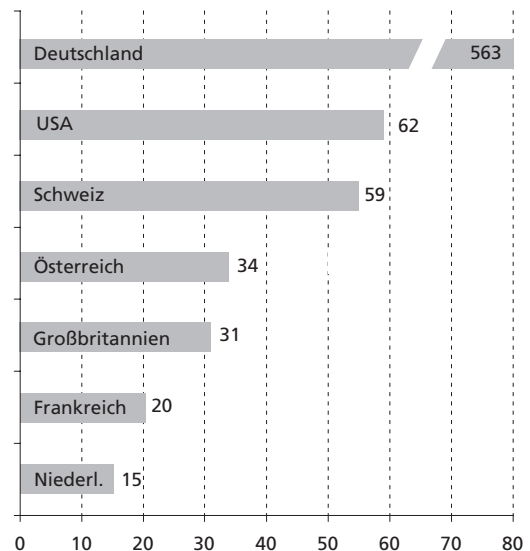
Abb. 8 | Ziel- und Käuferländer 2008

Quelle: M&A DATABASE

Die Objekte, an denen deutsche Unternehmen 2008 eine Beteiligung erwarben, lagen in...



Die Käufer deutscher Objekte, die 2008 erworben wurden, kamen aus...



Deal war der damit verbundene Strategiewechsel bei der Deutschen Bank, die nun wieder verstärkt auf das Privatkundengeschäft zu setzen scheint.

Auf dem zweiten Platz landete die Dienstleistungsbranche. Die Transaktionszahlen lagen fast exakt auf Vorjahresniveau; bei 137 Deals kam der Käufer aus dieser Branche und bei 205 Transaktionen handelte es sich um Objekte aus dieser Branche. Vielfach ging es dabei um Grundstücks- und Immobilientransaktionen. Aber auch Verkäufe von klassischen Dienstleistungen wie Beratungen, Krankenhäusern und Ingenieurleistungen wurden registriert.

Den dritten Rang belegte die Chemie- und Pharmaindustrie, in der im vergangenen Jahr auch wieder eine Vielzahl von Transaktionen durchgeführt wurde. Dies hat sich bereits in der Liste der zehn größten Deals angekündigt. In diese hatten es Fresenius mit dem Kauf von APP Pharmaceuticals für ca. 4,6 Mrd. Euro, BASF durch die Übernahme der Schweizer Ciba Holding mit einem Wert von 3,8 Mrd. Euro und Henkel mit dem Erwerb von National Starch & Chemical Corp. für ca. 3,7 Mrd. Euro geschafft. Auffällig war zudem der hohe Anteil an brancheninternen Transaktionen. In über 80% der Fälle wurden Mitbewerber akquiriert; ein deutliches Indiz dafür, dass die Unternehmen auch in 2008 auf Akquisitionswachstum gesetzt haben.

Eine ähnliche Bedeutung von brancheninternen Transaktionen konnte für die Energie- und Versorgungswirtschaft auf dem vierten Platz festgestellt werden. Der Wert lag bei 78%. Die Anzahl der Transaktionen mit einem Objekt aus dieser Branche (96) verdoppelte sich

im Vergleich zum Vorjahr (47). Hier waren auch die Aktivitäten der großen Konzerne auffällig.

Auf den Plätzen in der zweiten Hälfte der Rangliste ging es gemessen an der Anzahl der Transaktionen, bei denen die Unternehmen aus den einzelnen Branchen als Käufer in Erscheinung traten, sehr knapp zu: Maschinenbau landete mit 60 registrierten Transaktionen in der Käuferrolle auf dem sechsten Platz. Obwohl 105 Deals mit Objekten aus dieser Branche erfasst wurden, lag der Anteil brancheninterner M&As nur bei ca. 50%. Die Medienbranche auf Platz sieben und Transport/Verkehr auf dem achten Rang büßten im Vergleich zu 2007 jeweils einen Platz ein. Metallverarbeitung landete auf dem neunten Rang; bei ca. jeder zweiten Transaktion kamen sowohl Käufer als auch Objekt aus dieser Branche. Auf dem zehnten Platz in 2008 vom vierten in 2007 fiel die Branchenkatégorie Computer/Telekommunikation.

7. Länderstatistik

Im Jahr 2008 hat sich der Trend der vergangenen Jahre zu grenzüberschreitenden Transaktionen zunächst nicht fortgesetzt. Stattdessen ist die Zahl der innerdeutschen Transaktionen gestiegen. Bei insgesamt 563 bzw. 47% der M&A-Deals kamen sowohl Käufer als auch Objekt aus Deutschland. Bei den grenzüberschreitenden Transaktionen finden sich unter den Ziel- und Käuferländern vornehmlich europäischen Staaten, vor allem die westlichen Nachbarländer von Deutschland. Daneben spielten im vergangenen Jahr die USA wie gewohnt eine wichtige Rolle, und auch China schaffte den Sprung in die Liste der Zielländer.

Deutsche Objekte waren auch im Jahr 2008 wieder attraktiv für ausländische Unternehmen und Investoren. Wie bereits im Vorjahr landete Deutschland gemessen am Transaktionsvolumen im europäischen Vergleich hinter Großbritannien auf Platz zwei und weltweit auf Platz vier. Gemessen am Gesamtvolumen landete Deutschland im europäischen Vergleich im abgelaufenen Jahr 2008 hinter Großbritannien auf dem zweiten Rang, weltweit waren zudem noch die USA und China als Zielländer vor Deutschland.

Zunächst ein detaillierter Blick auf die wichtigsten Zielnationen für deutsche Beteiligungen (vgl. Abb. 8, linke Seite): Für deutsche Unternehmen waren insbesondere Zukäufe und Beteiligungen in der Schweiz interessant. Insgesamt 55 Transaktionen wurden hier registriert. Die USA hingegen verloren einen Platz als Zielnation. Die Anzahl der erfassten Transaktionen sank von 50 in 2007 auf 43 im vergangenen Jahr. Das Interesse von deutschen Investoren an US-amerikanischen Objekten ist somit zwar gesunken, jedoch nicht ganz so drastisch wie das weltweit der Fall war. Auch das Interesse an österreichischen Objekten ist gesunken (von 40 in 2007 auf 31 in 2008). Mehr Beteiligungen oder Zukäufe als noch im Jahr 2007 wurden in Großbritannien (27) und in den Niederlanden (15) getätigt. Dem globalen Trend folgend, stieg auch die Zahl der Deals mit Objekten aus China (13). Im Jahr der Olympischen Sommerspiele verdoppelte sich die Anzahl der Transaktionen mit Objekten aus dem Gastgeberland im Vergleich zu 2007 nahezu.

Nun ein genauerer Blick auf die wichtigsten Käufernationen für deutsche Objekte (vgl. Abb. 8, rechte Seite): Das größte Interesse an deutschen Objekten kam auch im Jahr 2008 wieder aus den USA. Der Wert von 62 registrierten Transaktionen lag sogar noch leicht über dem Niveau des Vorjahres. Hinter den USA haben die beiden Alpenrepubliken Schweiz und Österreich die Plätze getauscht. Erstgenannte war bei 59 Deals fast gleich auf mit den USA. Während das Interesse der Eidgenossen an deutschen Beteiligungen stieg, hielten sich die Österreicher im Vergleich zu 2007 deutlich zurück. Immerhin noch 34 Mal traten sie als Käufer von deutschen Objekten in Erscheinung. Auf den weiteren Plätzen folgen Großbritannien (31), Frankreich (20) und die Niederlande (15).

Für die Zukunft könnte mit Blick auf die grenzüberschreitenden Transaktionen insbesondere die Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes interessant sein. Diese soll planmäßig im Frühjahr 2009 in Kraft treten. Dabei ist eine erhebliche Ausweitung des Anwendungsbereichs vorgesehen, so dass dieser in Zukunft jede geplante Beteiligung an einem deutschen Unternehmen durch Nicht-EU-Investoren in Höhe von mindestens 25% einschließt. Die bisherige Beschränkung auf sicherheitsrelevante Bereiche wie die Rüstungsindustrie soll aufgehoben werden. Stattdes-

sen soll zukünftig jeder private und öffentliche Investor betroffen sein. Dies könnte eine Barriere für internationale Beteiligungen an deutschen Objekten darstellen.

8. Zusammenfassung und Ausblick

Alles in allem kann das Jahr 2008 vermutlich als ein Wendepunkt für den Markt für Unternehmenskontrolle betrachtet werden. Im Zuge der Kredit- und Finanzkrise haben sich die Rahmenbedingungen für Fusionen und Übernahmen nachdrücklich verändert. Der Abschwung am deutschen M&A-Markt fiel zwar im Vergleich zu den USA oder anderen europäischen Ländern noch moderat aus. Die Charakteristika der zurückliegenden Jahre des M&A-Booms waren jedoch auch in Deutschland nicht mehr dominierend. Stattdessen war eine Reihe von neuen Entwicklungen zu erkennen: Die Bedeutung von Megadeals hat zugunsten von kleineren Transaktionen abgenommen. Bei den Akteuren hat sich das Verhältnis von Finanzinvestoren zu strategischen Investoren verschoben. Auffällig waren zudem Nottransaktionen und abgesagte Deals.

Es ist davon auszugehen, dass sich viele dieser Entwicklungen auch in 2009 fortsetzen werden. Insgesamt geben die Aussichten für das Jahr 2009 keinen Anlass zur Euphorie. Die ökonomischen Rahmenbedingungen haben sich deutlich verschlechtert. (1) Finanzwelt: Trotz der Rettungsschirme für Banken gestaltet sich die Kreditbeschaffung im aktuellen Umfeld für Unternehmen schwieriger. (2) Realwirtschaft: Deutschland und vielen anderen Industriestaaten weltweit drohen Rezessionen. Die Konjunkturaussichten sind düster. Neue Rekorde bei Transaktionszahlen bzw. -volumina sind daher in 2009 wohl nicht zu erwarten.

Dennoch ist davon auszugehen, dass auch das Jahr 2009 aus M&A-Sicht interessant wird: Zum einen könnten Restrukturierungen, wie sie häufig in Krisenzeiten stattfinden, das Motiv für eine Reihe von M&A-Transaktionen sein. Zudem könnten einige Unternehmen durch den wirtschaftlichen Abschwung in Schieflage geraten und nach Partnern suchen. In diesem Zusammenhang könnte auch die Zahl von Notverkäufen weiter steigen. Zum anderen könnten auch Strategen und Schnäppchenjäger zum Zug kommen. Viele Unternehmen begreifen die Krise nämlich auch als Chance; Investitionen, die zuvor vielleicht zu teuer waren, könnten nun realisiert werden. So hat u.a. Siemens schon angekündigt, die Konjunkturflaute für gezielte Akquisitionen zu nutzen⁹. Bewahrheitet sich die letztgenannte Vermutung, könnten wir in zwölf Monaten vielleicht den Ausdruck *Schnäppchenjagd* zum M&A-Wort des Jahres 2009 küren. ■

⁹ Vgl. Reuters Pressemeldung: Siemens macht sich zur Schnäppchenjagd bereit, 18.12.2008.