

Ausgebremst M&A-Index des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung, weltweit in Punkten



► **FTD-Roundtable M&A** Kreditkrise und Konjunkturabschwung: Die Investmentbanker stellen sich für 2009 auf ein deutlich schwächeres Jahr für Fusionen und Übernahmen ein. Fünf Experten sagen im Gespräch mit der Financial Times Deutschland, wo sie dennoch Chancen sehen

„Das ist der Silberstreif“

FTD Schwierige Zeiten für M&A-Akteure (Mergers & Acquisition): Es gibt eine Finanzkrise und die Aussicht auf eine Rezession.

Alexander Mayer Die Schwierigkeit bei M&A-Prozessen ist, wie diese beiden Risiken zu taxieren sind: das unmittelbare Finanzrisiko und das längere nachhaltigere volkswirtschaftliche Risiko der Verlangsamung des globalen Wachstums. Das sehen Sie in Bewertungsfragen: Die Multiples (Schuldenmultiplikatoren) sind signifikant zurückgegangen, um 40 bis 60 Prozent, und jetzt ist die Schwierigkeit zu analysieren: Wie viel davon ist durch die Finanzkrise beeinflusst – und was ist der Anteil, den die zyklische Verlangsamung widerspiegelt?

Kai Tschöke Wir sollten über die Phase der absoluten Panik, der Kapitulation der Marktteilnehmer hinweg sein. Die Rettungsaktion für die Banken hat einen Bodensatz an Vertrauen an die Märkte zurückgebracht – es gibt jetzt überhaupt kein Argument mehr für Panik und Selbstaufgabe. Ob bewertungsmäßig der Boden schon erreicht ist – da fehlt einfach die belastbare Zahlenbasis für die richtigen Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV). Der Wert liegt momentan europaweit bei 9, in Deutschland etwas höher. Nominal ist das niedrig, aber keiner weiß, ob die Ertragsschätzungen stimmen. Halbieren Sie die Erträge, dann sind Sie bei 18.

FTD Wie viele Deals sind wegen Bewertungsfragen verschoben worden?

Jörg Kirchner Wir sehen in Europa bemerkenswert viele Transaktionen, die auf Verkäuferseite abgebrochen werden, und zwar in einem relativ frühen Stadium, nachdem potenzielle Käufer angesprochen wurden und die ersten Angebote eingetroffen sind. Offensichtlich bestanden vor einigen Monaten vor Beginn des Verkaufsprozesses Erwartungen, die heute weit verfehlt sind. Diese Beobachtung machen wir nicht nur in Deutschland, sondern auch anderswo in Europa.

FTD Und die Finanzierung?

John Watson EDF hat Schwierigkeiten, die Finanzierung für British Energy zu schaffen. Die haben den Kreis von Banken sehr vergrößert und sprechen jetzt mit über zehn Banken. Vorher war es möglich, so etwas mit drei, vier, fünf Banken zu schaffen.

Kirchner Unsere Erfahrung ist, dass selbst bei kleineren Transaktionen mit einer Schuldenaufnahme von unter 80 Mio. € mit bis zu sechs oder sieben Banken ernsthaft verhandelt wird, um dann mit vier bis fünf Banken finanzieren zu können. Angesprochen werden noch viel mehr Banken, und die schauen sich die Kaufverträge wieder ernsthaft an. Ein sehr mühsamer Prozess für Käufer, die fremdfinanzieren.

Watson In den nächsten Wochen wird es wichtig sein zu sehen, ob Roche die vollständige Genentech-Übernahme finanzieren kann. Roche bleibt sehr optimistisch – und wir werden in kurzer Zeit sehen, ob die Finanzierung gelingt.

FTD Beeinflussen Konjunkturabschwung und Finanzkrise denn die M&A-Aktivität bei Siemens?

Peter Solmssen Es gibt Geschäfte, insbesondere die nah am Endkonsumenten, die seit einiger Zeit erste Schwächen zeigten. Organisches Wachstum ist seit geraumer Zeit unser Fokus. Zukäufe sind aber nicht ausgeschlossen. Insgesamt ergeben sich derzeit eindeutig attraktive Möglichkeiten. Wir werden unsere Chancen in der Krise nutzen. Wir wollen unsere Geschäftsfelder Energy, Healthcare und Industry stärken. Aber noch einmal: Organisches Wachstum hat hier Priorität.

FTD Die M&A-Abteilungen sind also genauso aktiv wie vor der Krise?

Solmssen Planung und Umsetzung sind zwei verschiedene Dinge. Wir haben ein langfristiges „Deal Book“, durch das wir wissen, welches Geschäft für uns von Interesse sein könnte. Die M&A-Abteilung ist gut beschäftigt, hier gilt es zu kaufen, aber ebenso Partnerschaften und Verkäufe zu verhandeln und abzuschließen. Das sieht auch in Zeiten der Finanzkrise nicht groß anders aus.

Mayer Wichtig ist bei all den negativen Erscheinungen im jetzigen Umfeld: Es gibt momentan attraktive Kaufgelegenheiten dort, wo die Endmärkte immer noch stark sind: Geschäfte, die mit Infrastruktur zu tun haben, die immer noch am Wachstum der Schwellenmärkte teilhaben. Das sind oft Unternehmen, die momentan abgestraft sind über das hinaus, was die fundamentale Bewertung hergibt.

FTD Häufig war ja in den vergangenen Monaten zu hören, der schwache US-Dollar mache US-Zukäufe attraktiver.

Tschöke Das Argument ist nicht empirisch nachzuvollziehen, die Datenlage gibt das nicht her. Immer wenn investiert worden ist, dann wurde in beide Richtungen investiert. Und wenn wenig investiert wurde, dann auch in beide Richtungen. Vertrauen ist die Mutter aller Kapitalmarkttransaktionen.

Watson Und mit Sicherheit wichtiger als Währungsrelationen.

Mayer Sie müssen sich auch fragen: Wie viel Amerika ist in einem amerikanischen Unternehmen drin? Sie kaufen ja nicht nur amerikanische Währungsströme ein, sondern globale. Die Frage ist: Ergibt es strategisch Sinn? Da schauen Sie sich an: Welche Regionen, welche Endmärkte bedient das Unternehmen? Das sind die Kernfragen – und nicht, ob Sie hier einen einmaligen Gewinn über Wechselkurse machen.

FTD Manche Unternehmen haben den Dollar aber durchaus als ein Argu-

ment gebracht – zum Beispiel Fresenius beim Kauf von APP. Verstehen die Manager nichts von Finanzen?

Tschöke (lacht) Doch, natürlich. Der Dollar-Kurs ist sicherlich ein Element in einem Korb von Argumenten. Wenn man gewisse kurzfristige Wechselkursineffizienzen bei der Kaufpreisbildung nutzen kann, dann ist das gut. Aber man muss immer abstrahieren, was die strategische Logik des Deals ist. Die ist entscheidend.

FTD Wie sind denn die Preise von US-Unternehmen zu beurteilen?

Tschöke Die US-Bewertungen liegen derzeit deutlich höher als in Europa. Zu Beginn der Finanzkrise im Juli 2007 betrug die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in Europa 0,9-mal das amerikanische Niveau, heute sind es noch 0,67. Da hat sich eine Schere aufgetan: Amerikaner haben ihre KGV relativ gut gehalten, mit einem leichten Trend nach unten, während die Europäer viel stärker eingebrochen sind. Nun könnte man sagen, dass Amerikaner die bessere Berichterstattung haben, dass die dortigen Aktienanalysten ihre Prognosen schneller angepasst haben – was eine These ist, die man nicht leicht verifizieren kann. Vielleicht sind eine Rezession und eine geringere Ergebniserwartung für die Jahre 2009 und 2010 bereits in die Kurse eingepreist, und die Europäer hängen hier ein bisschen nach. Aber grundlegend ist trotzdem erkennbar: Es ist nicht unbedingt billig, in den USA einzukaufen.

FTD Was erwarten Sie sich vom M&A-Geschäft im kommenden Jahr?

Watson Wir müssen uns sicher eher auf strategische Transaktionen konzentrieren. Wir rechnen damit, dass sich bei Private Equity nur gelegentlich im Geschäft mit überschuldeten Beteiligungen etwas ergibt. Das klassische Modell einer großen Private-Equity-Transaktion liegt wahrscheinlich 2009 nicht auf dem Tisch.

Kirchner Tendenziell werden Private-Equity-Transaktionen sicher durch Käufe strategischer Investoren ersetzt. Dennoch wird es auch im nächsten Jahr Private-Equity-Transaktionen geben, aber weniger und kleinere.

Tschöke Das Geschäft des Kapitalmarkts per se und das M&A-Geschäft liegen extrem eng beieinander. Bei einem schlechten Börsenumfeld, wie wir es aktuell und im Zweifel auch 2009 haben werden, haben wir auch eine schlechte M&A-Lage. Was 2006 und 2007 bestimmt hat, war extrem viel opportunistisches M&A, weil ein ganz klarer Liquiditätsüberschuss im Markt war. Dieses Volumen ist komplett aus dem Markt verschwunden.

Mayer Herr Tschöke, wir sind wahrscheinlich beide der Meinung, dass das M&A-Jahr 2009 wahrscheinlich schlechter werden wird.

Tschöke Absolut.
Mayer 2009 werden wir uns in Deutschland vom Volumen her auf dem M&A-Niveau von 2002, 2003 bewegen. Trotzdem bin ich zuversichtlich, was die Zukunft bringen wird. Was sich in Deutschland positiv auswirken wird, ist, dass die Unternehmen im Vergleich zur letzten Krise stärkere Bilanzen haben. Das ist der Silberstreif, den wir sehen.

FTD Was können wir von Siemens erwarten?

Solmssen Aktuell stehen keine Megadeals auf der Agenda. Aber wir haben rechtzeitig unsere Finanzposition gesichert, sodass wir jederzeit handlungsbereit sind, wenn sich vernünftige Gelegenheiten ergeben.

DAS GESPRÄCH FÜHRTE KLAUS MAX SMOLKA



Sehen Hoffnung für 2009: Die Teilnehmer des FTD-Roundtable (von u. nach o.) Peter Solmssen, Alexander Mayer, Kai Tschöke, Jörg Kirchner und John Watson