

# Zenit für Übernahmen ist überschritten

2018 war für Unternehmenskäufe noch einmal ein gutes Jahr. Aber die Zahl der Übernahmen und auch die Preise sinken. 2019 ist mit vielen Unsicherheiten behaftet.

Von Georg Giersberg

FRANKFURT, 26. Dezember als Jahr war ein Jubeljahr – aber vielleicht das vorerst letzte. Große Übernahmen konnten in den vergangenen zwölf Monaten abgeschlossen oder doch wenigstens auf den Weg gebracht werden. In Erinnerung bleiben vor allem die Milliardenübernahmen zwischen Deutschland und den Vereinigten Staaten. Einerseits konnte Bayer endlich den amerikanischen Saatgutkonzern **Monsanto** übernehmen. Gerade diese Großübernahme zeigt jedoch auch, dass solche Aktionen gut überlegt sein müssen. Mit Monsanto hat sich Bayer nicht nur Marktanteile, Umsatz und Gewinn erkaufte, sondern eben auch große Rechtsrisiken und einen enormen Imageschaden.

Die zweite große Übernahme verlief in umgekehrter Richtung. Auf dem Markt für Industriegase ging die deutsche **Linde AG** an den amerikanischen Konkurrenten **Praxair**. Die neue Nummer eins auf dem Weltgasmarkt mit 28 Milliarden Euro Umsatz und 80 000 Mitarbeitern wird zwar Linde heißen, aber in erster Linie von Amerika aus geführt werden und auch die Hauptnotierung an der New Yorker Börse haben. In beiden Fällen hatten diese Großübernahmen auf Grund kartellrechtlicher Vorgaben weitere Geschäfte zur Folge. Bayer musste Teile seines eigenen Saatgutgeschäftes für 1,7 Milliarden Euro an BASF verkaufen. Trotz der Abgabe von einer Milliarde Euro Umsatz dürfte Bayer mit Monsanto in diesem Jahr auf knapp 40 Milliarden Euro Umsatz kommen. Linde musste Teile seines Geschäfts an ein Konsortium aus dem deutschen Wettbewerber **Messer** und dem Finanzinvestor **CVC** abgeben. Beide Übernahmen (Bayer/Monsanto und Praxair/Linde) wurden in diesem Jahr abgeschlossen, sind aber in den Zahlen des Übernahmemarktes für 2018 nicht enthalten, weil sie schon in früheren Jahren bekanntgegeben und dort eingerechnet wurden. In diesem Jahr angekündigt, aber wertmäßig noch nicht bezifferbar, sind zwei weitere Großübernahmen. Einerseits die angekündigte Zusammenlegung der Stahlbereiche von **Thyssen-Krupp** und **Tata** in Europa. Der neue Stahlkonzern wäre mit 17 Milliarden Euro Umsatz die Nummer zwei nach Arcelor-Mittal in Europa. Andererseits konnte in diesem Jahr endlich die BASF-Tochtergesellschaft **Wintershall** ihren lang gehegten Wunsch realisieren, und die ebenfalls in der Ölförderung tätige **Dea** übernehmen. An dem neuen Ölkonzern **Wintershall Dea** ist die BASF mit knapp 73 Prozent beteiligt. Der Konzern mit knapp fünf Milliarden Euro Umsatz soll jedoch mittelfristig an die Börse gebracht werden.

Trotz dieser Milliardentransaktionen, die in das Zahlenwerk nicht eingeflossen sind, kann für 2018 zumindest beim Wert der Übernahmen ein Rekord vermeldet werden. Insgesamt wurden für Mehrheitsbeteiligungen mit deutscher Beteiligung etwa 255 Milliarden Euro gezahlt. Nur einmal, im Jahr 2000, lag der Wert höher. Die Anzahl der veröffentlichten Übernahmen mit deutscher Beteiligung ging leicht von 1899 im Vorjahr auf 1896 zurück. Die Tendenz war bis Mitte des Jahres eindeutig noch steigend, während im Herbst die Anzahl zurückging, wie das auf Übernahmen spezialisierte Beratungsunternehmen **Oaklins** feststellt. „Im Sommer drehte sich das Momentum als auch die Bewertung von Unternehmen“, konkretisiert **Florian von Alten**, Vorstand von **Oaklins**.

Das bedeutet, dass nicht nur die Zahl der Übernahmen zurückgeht, sondern auch die Preise ihren Höhepunkt überschritten haben. Obwohl die Preisspanne für Unternehmen nach wie vor sehr breit ist und Bauunternehmen auf der einen Seite ausweist, für die das Fünffache ihres Betriebsergebnisses (**Ebitda**) gezahlt wird, und auf der anderen Seite Labortechnikhersteller auch schon mal das Zwanzigfache ihres **Ebitdas** gezahlt wird, „kann man generell sagen, dass heute ein **Ebitda** weniger gezahlt wird als noch zu Beginn des Jahres“, sagt von **Alten**.

Dennoch verabschiedet sich der Übernahmemarkt noch einmal mit einem Rekord an bezahlten Preisen. Allein für die 30 größten Übernahmen mit deutscher Beteiligung sind 172 Milliarden Euro bezahlt worden – 47 Milliarden Euro mehr als im Vorjahr. Der Grund sind zwei teure Großübernahmen: Der Energiekonzern **Eon** erwarb vom Wettbewerber **RWE** den Netzbetreiber und Ökostromhersteller **Innogy** – und bekam auch noch mehr als eine Milliarde Euro dazu. Dafür bekam **RWE** einen Anteil an 16,7 Prozent an **Eon**. Für 32 Milliarden Euro erhielt der deutsche Baukonzern **Hochtief** eine Beteiligung an dem spanischen Infrastrukturunternehmen **Abertis**. Das Unternehmen betreibt Autobahnmautstellen und Parkhäuser.

Für sieben Milliarden Euro hat sich das deutsche Softwarehaus **SAP** in Amerika verstärkt und mit der Übernahme von **Qualtrics** seine Wettbewerbsfähigkeit gegenüber **Salesforce** mutmaßlich erhöht – allerdings zu einem extrem hohen Preis, der das Dreiundzwanzigfache des Umsatzes (und nicht des Betriebsergebnisses)

der erworbenen Gesellschaft ausmachte. Während diese Übernahme medial stark begleitet wurde, verlief der Kauf des Baustoffunternehmens **Knauf** in Amerika fast ohne öffentliche Teilnahme. Das fränkische Unternehmen (Sitz in **Iphofen**) erwarb den amerikanischen Mitbewerber **USG Corporation**. Der Verbrauchszähler bei Heizungen **Techem** wurde von dem bisherigen australischen Finanzinvestor an ein schweizerisch-kanadisches Finanzinvestorenkonsortium veräußert. Die Übernahme von **Techem** steht im Jahr 2018 für zwei Trends: Erstens für die Zunahme der Schweizer Käufer am deutschen Markt. Ihr Anteil legte um mehr als ein Drittel gegenüber dem Vorjahr zu. Aber noch wichtiger ist ein zweiter Trend, der an dem Fall **Techem** deutlich wird. „Finanzinvestoren stehen unter hohem Anlagendruck“, urteilt von **Alten** und begründet damit deren gestiegenen Anteil am Gesamtmarkt. Fast jede vierte Unternehmensübernahme (460 von 1896) erfolgte 2018 nicht durch strategische, sondern durch Finanzinvestoren. 2017 hatte deren Anteil noch weniger als 20 Prozent betragen. Finanzinvestoren erwarben auch die **HSH Nordbank**. Wohin die ebenfalls zum Verkauf stehende **Nord LB** geht, ist noch offen. Im Norden wechselte auch die größte private Güterwagenflotte den Eigentümer. Der amerikanische Fonds **Morgan Stanley Infrastructure Partners (MSIP)** hat sich mit seinem Mitte Juli bekanntgegebenen Übernahmeangebot eine Mehrheit von rund 70,63 Prozent an dem S-Dax-Unternehmen **VTG** (94 000 Waggonen) gesichert. Finanzinvestoren übernahmen auch den Generikahersteller **Sta-**

**da**, den insolventen Küchenhersteller **Alno** und die Biermarken **Diebels** und **Hasseröder** (bisher zu **AB Inbev** aus Belgien gehörend) oder die Fischrestaurantkette **Nordsee**. Die Nordsee wurde von der Familie **Theo Müller** („Müllermilch“) an den Schweizer Finanzinvestor **Kharis Capital** veräußert.

Einen strategischen Investor fand die spanische Schaumweinmarke **Freixenet**. Sie wurde von der deutschen **Henkell-Gruppe** (deren Eigentümer ist die Familie **Oetker**) in **Wiesbaden** übernommen. Mit zusammen mehr als einer Milliarde Euro Umsatz liegt **Henkell** jetzt vor dem Wettbewerber **Rotkäppchen-Mumm-Gruppe** (Marken: **Rotkäppchen**, **Mumm**, **Geldermann**, **Chantré**, **Mariacron**, **Asmussen-Rum**) mit knapp unter einer Milliarde Euro Umsatz. Zu **Henkell** gehören so bekannte Marken wie **Adam Henkell**, **Fürst von Metternich**, **Henkell trocken** (die meist-exportierte deutsche Sektmarke), **Söhnlein Brillant** oder **Menger-Krug** und **Kupferberg Gold**, aber mit **Mionetto** auch der umsatzstärkste **Prosecco** der Welt oder mit **Bohemia** eine starke osteuropäische Sektmarke. Daneben vertreibt das Haus **Spirituo**senmarken wie **Wodka Gorbatschow**, **Pott-Rum**, **Fürst Bismarck** oder **Kümmerling**.

Größere Veränderungen gab es bei der Müllabfuhr. Der **Remondis-Konzern** hat den Verpackungsmüllentsorger **Duales System Deutschland (DSD)** mit der Marke „Der Grüne Punkt“ übernommen. Man habe **DSD** zu hundert Prozent erworben, teilte **Remondis** mit. Das Recyclingunternehmen **Tönsmeier**

ging an die Schwarz-Gruppe (**Lidl**, **Kaufland**), um sich „als Treiber der Kreislaufwirtschaft zu etablieren“. Strategische Investoren fanden die **Mövenpick Hotels** (erworben von der französischen Hotelkette **Accor**), die **NH Hotels** (**Thai Minor International**). Der **Outdoor-Kleidungs**hersteller **Wolfskin** hat in dem amerikanischen Golfausrüster **Callaway** einen neuen Eigentümer gefunden.

Bisher sind in dieser Übersicht gar keine chinesischen Käufer aufgetaucht, obwohl doch gerade ihretwegen derzeit das deutsche Recht geändert wird. Die Außenwirtschaftsverordnung soll künftig vorsehen, dass die Behörden schon bei der Übernahme von mehr als 10 Prozent eines inländischen strategisch wichtigen Unternehmens durch einen Käufer aus einem Nicht-EU-Staat eine Überprüfung einleiten. Fälle wie der des Roboterherstellers **Kuka** oder des Netzbetreibers **50 Hertz** hatten dazu geführt.

Chinas Bedeutung als Übernehmer ist weiterhin gering. In diesem Jahr kamen nur bei rund 30 Übernahmen chinesische Käufer zum Zug. Das entspricht einem Marktanteil von ziemlich genau fünf Prozent. Zum Vergleich: Der Anteil amerikanischer Übernehmer lag bei 17 Prozent. Allerdings ist das Übernahmengeschäft mit China noch immer eher einseitig. Deutsche Käufer kamen im Reich der Mitte nur sechsmal zum Zuge. Chinesische Käufer haben in diesem Jahr beispielsweise den deutschen Sofahersteller **Rolf Benz** erworben, den Industrieausrüster **FFT** in **Fulda** oder den Autozulieferer **Grammer**. Nach dem Auslaufen der Devisenkontrollen kämpfen chinesische Käufer nach von **Altens** Worten jetzt mit einer Überprüfung ihrer Kreditwürdigkeit durch den chinesischen Staat. Außerdem spüren sie wachsenden Widerstand in Europa und in den Vereinigten Staaten. Andererseits wünsche sich mancher Verkäufer hierzulande zumindest einen chinesischen Mitbieter: Der treibt in der Regel den Preis.

Für das kommende Jahr geht von **Alten** weiterhin von einem Übernahmemarkt auf hohem Niveau aus. „Das Geschäft macht noch immer Spaß“, versichert er. Zwar gebe es Eintrübungen vor allem aufgrund internationaler politischer Einflüsse. Stichworte sind die Regierung in **Italien**, Schwierigkeiten in **Frankreich**, die Ungewissheit um den **Brexit**, die Handelskonflikte zwischen den Vereinigten Staaten einerseits und **China** sowie **Europa** andererseits. Dennoch gebe es auch Wachstumstreiber: Die weiterhin niedrigen Zinsen, die hohe Liquidität und nicht zuletzt die fortschreitende Digitalisierung sorgen für einen dynamischen Übernahmemarkt. Und auch der **Brexit** könnte sich belebend auswirken: Unabhängig vom Ausgang werden britische Unternehmen nach dem **Brexit** verstärkt ein Bein in **Europa** suchen. Der Effekt wäre ähnlich jener Übernahmewelle amerikanischer Unternehmen durch deutsche Käufer, um eine inländische Fertigung in den Vereinigten Staaten zu haben. „2019 kann wieder ein gutes Übernahmejahr werden. Die bereits angestoßenen Transaktionen füllen das Bestellbuch für die erste Jahreshälfte“, schreibt auch die Anwaltskanzlei **Cleary Gottlieb**. Spekulationen über eine Fusion von **Deutscher Bank** und **Commerzbank** sind darin noch nicht enthalten.

## Große Übernahmen 2018

Objekt (Land)	Käufer (Land)	Preis in Mrd. €
<b>Innogy (D)</b>	Eon (D)	37,8
<b>Abertis (Sp)</b>	Hochtief-Konsortium (D)	32,1
<b>T-Mobile US (US/D)</b>	Sprint (US)	23,7
<b>Unitymedia (D)</b>	Vodafone (GB)	18,4
<b>Qualtrics (US)</b>	SAP (D)	7,1
<b>USG Corp (US)</b>	Knauf (D)	5,3
<b>Praxair Europe (D)</b>	Taiyo Nippon Sanso (J)	5,0
<b>Techem (D)</b>	Finanzkonsortium (CH)	4,6
<b>Merck (rezeptfreie Arzneimittel, D)</b>	Procter & Gamble (US)	3,4
<b>Linde Nordamerika (D)</b>	CVC/Messer (D/GB)	2,8
<b>VTG (D)</b>	Morgan Stanley (US)	2,8

Quelle: Oaklins