

Viele Gespräche über den Verkauf von Unternehmen werden jetzt wiederaufgenommen. Nach acht Wochen Schockstarre belebt sich der Markt für Beteiligungen, Übernahmen und Fusionen wieder, beobachten Florian von Alten und Bastian Breitmayer von der auf Übernahmen spezialisierten Beratung Oaklins. Im ersten Halbjahr gab es in Deutschland 27 Prozent weniger Transaktionen als im ersten Halbjahr 2019. Und selbst die getätigten Übernahmen waren fast alle im ersten Quartal. Dazu gehörte die Übernahme von Osram durch den österreichischen Sensorhersteller AMS, der Kauf der Deutschen Glasfaser durch EQT, die Bombardier-Übernahme durch Alstom, der Einstieg von Hyundai Capital bei Sixt Leasing (41 Prozent), der Erwerb der Rhön-Kliniken durch Asklepios oder der Verkauf der Lampe-Bank durch Oetker an den chinesischen Mischkonzern Fosun.

„Mit Ausbruch der Corona-Krise haben dann vor allem deutsche Käufer schlagartig auf die Bremse getreten“, beobachtet von Alten, Vorstand von Oaklins. Die Übersicht über die großen Erwerbe zeigt es deutlich: Unter den zehn größten Übernahmen mit deutscher Beteiligung war kein Kauf eines ausländischen Unternehmens durch ein deutsches. In allen zehn Fällen war ein deutsches Unternehmen Kaufobjekt. Nur dreimal kam auch der Käufer aus dem Inland.

Viele auch grenzüberschreitende Gespräche deutscher Erwerber seien abgebrochen worden, weil der Käufer Liquiditätsprobleme bekam oder befürchtete; aber auch weil Verkäufer noch auf hohen Preisen bestanden, obwohl der Umsatz längst eingebrochen war. Davon ließen sich vor allem strategische Investoren abhalten, also Unternehmen, die durch Beteiligungen und Übernahmen ihr bisherige Angebot ergänzen. Sogenannte Finanzinvestoren, die in der Beteiligung eher eine Geldanlage denn eine strategische Option sehen, blieben dagegen sehr aktiv. Sie mussten zum einen Geld unterbringen, das ihnen von Anlegern anvertraut war, zum anderen mussten sie aber auch

## Schockstarre löst sich am Übernahmemarkt

Vor allem deutsche Käufer haben schnell ihre Absichten eingestellt. Nur Finanzinvestoren müssen weiterhin ihr Geld unterbringen. Die Einstellung zu chinesischen Übernehmern hat sich wieder gedreht.

Von Georg Giersberg, Frankfurt

verkaufen, um Gelder frei zu machen, die an die Investoren zurückgezahlt werden mussten. Der Anteil der Finanzinvestoren am Übernahmegeschehen ist daher auf einen Anteil von einem Drittel hochgeschwelen. Im Vorjahr hatte ihr Anteil bei 23 Prozent gelegen, jahrelang hatte er unter 20 Prozent verharrt. Die 33 Prozent dürften sich allerdings wieder relativieren, wenn die strategischen Käufer wieder zurückkehren.

Wie viel Geld die Finanzinvestoren haben, zeigt sich auch an der Tabelle der größten Erwerbe. Der absolut größte Deal und mit mehr als 10 Milliarden Euro auch einzige sogenannte Megadeal des ersten Halbjahres war die Übernahme der ertragsstarken Aufzugsparte von Thyssen-Krupp durch die Finanzinvestoren Advent und Cinven sowie die RAG-Stiftung. Auch das drittgrößte Geschäft auf diesem Markt, die Übernahme der Deutschen Glasfaser, erfolgte durch einen Finanzinvestor, nämlich EQT aus Schweden zusammen mit Omers aus Kanada (kanadische Pensionskassen). Damit hat der am schnellsten wachsende Anbieter von Gigabit-Internetverbindungen über Glasfaser mit mehr als 600 000 angeschlossenen Haushalten und 5000 Unternehmenskunden in Deutschland einen

neuen Eigentümer gefunden. Verkäufer waren der Finanzinvestor KKR und der niederländische Gründer von Deutsche Glasfaser, Reggeborgh. EQT hat in seiner Unternehmenssammlung (insgesamt 21 Milliarden Euro Umsatz und 127 000 Beschäftigte) mit Inexio einen weiteren in Deutschland beheimateten, schnell wachsenden Anbieter von Breitbanddiensten für Privat- und Geschäftskunden.

Auffällig ist nach von Altens Aussage, dass der Druck, das Geld anzulegen, Finanzinvestoren auch verstärkt Minderheitsbeteiligungen eingehen lässt. Bisher hätten mehr als 80 Prozent der Finanzinvestoren nur nach Mehrheitsbeteiligungen gesucht. In der Krise sei jeder vierte Finanzinvestor auch bereit gewesen, über Minderheitsbeteiligungen nachzudenken. Dieses scheinbare Nachgeben ist aber nur dem Anlagedruck geschuldet.

Der Markt insgesamt sendet eher das gegenteilige Signal, dass der Käufer auf der stärkeren Seite steht. Das sei nach mehreren Jahren eines Verkäufermarktes eine neue Tendenz. Die schöne Zeit der Verkäufer, in denen sie fast jeden Preis für ihre Beteiligungen einfordern konnten, sei vorbei. Jedenfalls im Trend. Unter dieser allgemeinen Tendenz hin zum Käufermarkt gebe es eine große

Spreizung. Während einige von der Corona-Krise profitierende Branchen wie Lebensmittelhandel und Baumärkte, Software- und Digitalisierungsunternehmen, Paketdienste oder Pharma und Computerspielanbieter weiterhin sehr hohe Preise fordern können, fallen in betroffenen Branchen die Preise stark. Die Preisspreizung für eine Unternehmensbeteiligung oder eine Übernahme variere derzeit zwischen dem vierfachen Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (Ebitda) für ein Reisebüro und dem 25-fachen Ebitda für ein Unternehmen der Wasserstofftechnik. Im Durchschnitt könne ein Verkäufer mit dem 8- bis 10-fachen des Ebitda rechnen, das sind 1 bis 1,5 Ebitda-Multiples weniger als vor einem Jahr. Damit ist das Preisniveau aber noch immer hoch, denn „es ist eben viel Geld im Markt“, wie auch Stefan Eishold bestätigt, Vorstandsvorsitzender der Beteiligungsgesellschaft Arcus Capital.

Was sich gravierend geändert hat, ist die Struktur der Finanzierung. Immer seltener wird der Preis einfach überwiesen. Immer häufiger bleibt der Verkäufer am Risiko seines abgegebenen Unternehmens beteiligt. Dann fließen 70 Prozent des Preises in bar und sofort, die restlichen 30 Prozent werden in Abhängigkeit

von der Gewinnentwicklung der kommenden Jahre ausgezahlt. Häufiger kommt es auch zu Rückbeteiligungen, dass also der Alteigentümer wieder zu 10 oder 20 Prozent einsteigt. Eine weitere Finanzierungsvariante ist ein Nachrangdarlehen durch den Verkäufer an das verkaufte Unternehmen, das häufig Eigenkapitalcharakter aufweist. „Die Verhandlungsposition des Verkäufers hat sich abgeschwächt“, kommentiert von Alten diese Finanzierungsmodelle.

Das hängt vielleicht auch damit zusammen, dass zwar Übernehmer aus Ostasien noch immer am Markt sind. Aber während vor zwei, drei Jahren viele Mittelständler zumindest einen chinesischen Mitbieter herbeisehten, weil der meist preistreibend wirkte, habe sich auch hier das Blatt um 180 Grad gedreht. „In der und Chinesen sind als Übernehmer derzeit nicht gern gesehen“, beobachtet von Alten. Die Angst vor einem Knowhow-Abzug durch die Erwerber habe wieder deutlich zugenommen. Außerdem sei der Zustimmungsvorbehalt der Bundesregierung bei Übernahmen durch chinesische Käufer eindeutig ein Investitionshemmnis. „Chinesische Unternehmen würden mehr kaufen“, ist von Alten überzeugt. So müssen sie sich zumindest im ersten Halbjahr ihren Mitbewerbern aus Japan geschlagen geben.

Für die ersten sechs Monate wurden 13 Übernahmen deutscher Unternehmen durch chinesische Käufer gezählt und 14 durch japanische Käufer. „Japan hat sich entschieden, durch Akquisitionen in Deutschland seine Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen“, sieht von Alten als Grund für die zuvor nicht beobachteten japanischen Aktivitäten. Beide Länder suchen bevorzugt Hightech-Unternehmen. Während die Japaner sich an zweiter Stelle dem Maschinenbau zuwenden, stehen bei chinesischen Käufern an zweiter Stelle Unternehmen der Gesundheitsbranche.

Im zweiten Halbjahr werde sich der M&A-Markt wieder erholen, erwartet von Alten. „Das Vor-Corona-Niveau allerdings werden wir sowohl bei der Anzahl der Transaktionen als auch beim Transaktionsvolumen erst 2022 wieder sehen“, ist er überzeugt.