

# Subprime-Krise spaltet M&A-Markt

Große Deals besonders betroffen – Mittelstand weiterhin begehrt

Die Subprime-Krise mit ihren Auswirkungen auf die Kapitalmärkte ist nach wie vor ein bestimmendes Thema am Markt für Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions). Mit einem Einbruch im seit Jahren boomenden internationalen M&A-Geschäft rechnet zwar kaum jemand. Aber dass die Krise überwunden ist, glauben ebenso wenige. Auf die Finanzierung im deutschen Mittelstand hat das allerdings wenig Einfluss. Nachfolgeprobleme und der Wunsch nach mehr Eigenkapital und größerer Unabhängigkeit von den Banken sprechen für den Trend, sich Private Equity zu öffnen. Und die Investoren suchen weiterhin nach Unternehmen mit Wachstumsstory und Know-how.

## Hypothekenkrise als Stimmungsdämpfer

Das M&A-Geschäft ist in den vergangenen Monaten ins Stocken geraten. Bis zur Jahresmitte hatte noch alles nach einer Fortsetzung des Booms ausgesehen. Die Stimmung hat durch die US-Hypothekenkrise einen herben Dämpfer bekommen. Die Banken halten sich bei der Kreditvergabe an Finanzinvestoren plötzlich zurück. Die zuvor teilweise sehr hohen Fremdfinanzierungsanteile bei großen Deals dürften zumindest für einige Zeit der Vergangenheit angehören. Die Euphorie, die besonders die Anzahl und die Bewertungen von Leveraged Buyouts (LBOs) in die Höhe getrieben hatte, ist einer spürbaren Risikosensibilität gewichen.

Im Wesentlichen ist die Krise aber keine Knappheitskrise, was das Geld angeht. Geld ist weiterhin reichlich vorhanden. Das gilt für die Private Equity-Gesellschaften, die in den vergangenen drei Jahren reichlich Kapital für ihre Fonds eingesammelt und mehrere hundert Mrd. USD noch nicht investiert haben. Und es gilt für die Kreditinstitute, auch weil Zentralbanken wie die Fed und die EZB das Bankensystem mit reichlich Liquidität versorgt haben.

## Risikoscheu bremst Verbriefung

Schmierstoff für die Märkte ist aber nicht nur Geld, sondern auch Vertrauen. Ist es erst einmal gestört, braucht es eine Weile, bis es wieder aufgebaut ist. Die Banken scheuen nun stärker die Risiken; etliche zuvor zugesagte Kredite für Firmenübernahmen liegen auf Eis. Die Verbriefung von Forderungen, bis zum Sommer einer der wichtigsten Antriebsfaktoren des weltweiten Übernahmekarussells und für die Banken die Möglichkeit zur Streuung des Ausfallrisikos, ist deutlich schwieriger geworden. Investoren schauen jetzt genauer hin, was in Asset

Backed Securities (ABS) bzw. Collateralized Debt Obligations (CDO) verpackt wird. Die Folge ist nun sichtbar: Der internationale ABS- und CDO-Markt ist im dritten Quartal nach Zahlen des Finanzdaten-Anbieters Thomson Financial um mehr als 50% gegenüber dem ohnehin schon etwas schwächeren Vorquartal eingebrochen (siehe Tabelle „Der weltweite Verbriefungsmarkt“). Die Finanzierungsbasis für hoch fremdfinanzierte Übernahmen ist damit erheblich geschwächt.

DER WELTWEITE VERBRIEFUNGSMARKT (INKL. ABS & MBS)		
ZEITRAUM	VOLUMEN IN MIO. USD	ANZAHL D. EMISSIONEN
1. QUARTAL 2006	142.449,3	246
2. QUARTAL 2006	228.333,2	395
3. QUARTAL 2006	251.262,1	379
4. QUARTAL 2006	393.670,6	538
1. QUARTAL 2007	304.245,9	444
2. QUARTAL 2007	390.574,7	559
3. QUARTAL 2007	161.194,1	196

Quelle: Thomson Financial

Was die direkten Auswirkungen der Subprime-Krise z. B. auf einzelne Kreditinstitute – in Deutschland siehe IKB und Sachsen-LB – angeht, scheint das Schlimmste überstanden zu sein. Aber der indirekte Schaden dürfte noch eine Weile am Markt für Firmenübernahmen und Private Equity-Investitionen spürbar bleiben. „Auch die Folgen der vorherigen Euphorie bei der Finanzierung sind heute noch nicht voll sichtbar“, sagt Dr. Erich Georg, Geschäftsführer der Beratungsfirma MCIC GmbH. „Überhöhte Preise und Leveraged Deals mit hohen Kreditaufnahmen ha-



Dr. Erich Georg, MCIC

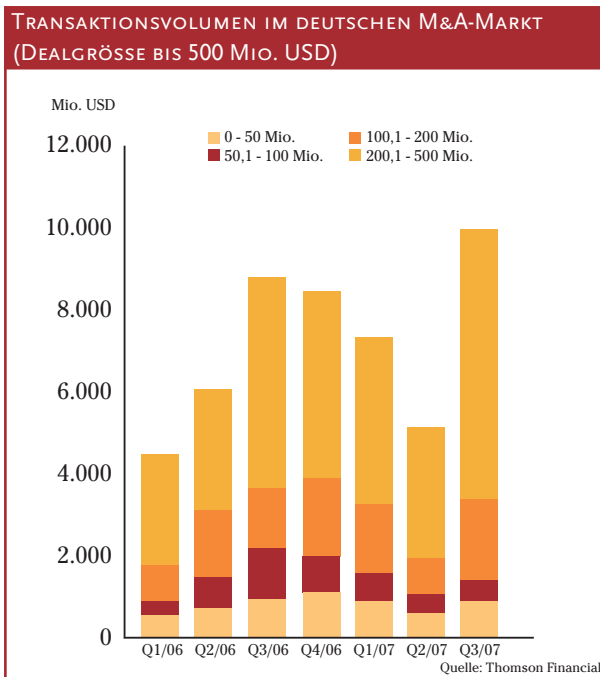
ben zu hohen Schulden geführt, die zum Teil auf die übernommenen Unternehmen übertragen wurden. Die Zinslast ist eine schwere Hypothek.“

### Gesunde Korrektur?

Auch wenn gute Renditen künftig nicht mehr so leicht zu verdienen sind wie in den letzten Jahren: Von Untergangsstimmung oder einem Einbruch an den Märkten ist derzeit keine Rede. Es sind in erster Linie große Transaktionen von der Krise betroffen; Deals ab einer Mrd. USD aufwärts, wie Björn Stübiger, Leiter Corporate Finance bei der Prüfungs- und Beratungsgesellschaft Rödl & Partner, bestätigt. „Das ist eine gesunde Korrektur vorheriger Übertreibungen, als die Kaufpreise teilweise auf das neun- bis zehnfache des EBITDA hochschossen. Für das Mittelstandsegment dagegen hat dies relativ geringe Auswirkungen.“ Hier spielen Finanzarbitrage und hoher Leverage nicht die Rolle wie bei den „Big Deals“.

### Rekord bei kleinen und mittleren Deals

So haben kleine und mittlere M&A-Deals (Kaufpreise unter 500 Mio. USD) bisher nicht erkennbar unter der Krise gelitten. Ihr Volumen lag in Europa nach Angaben von Thomson Financial im dritten Quartal 2007 bei 73,8 Mrd. USD (plus 15,5% gegenüber dem dritten Quartal des Vorjahres), in den ersten neun Monaten waren es 217 Mrd.



USD (plus 12%). In Deutschland das gleiche Bild: im dritten Quartal mit 9,8 Mrd. USD Dealvolumen um 14% über dem Vorjahreszeitraum und sogar um rund 80% über dem

Anzeige



**SME Growth™**

Mezzanine Kapital für den breiten Mittelstand

**Wir setzen Standards.**

**Ganz individuell.**

**Informieren Sie sich jetzt.**

**[www.conpair.de](http://www.conpair.de)**

zweiten Quartal 2007. Von Januar bis September lag Deutschland mit 1.246 Deals im Gesamtvolumen von 23,1 Mrd. USD an zweiter Stelle in Europa – knapp vor Frankreich, aber deutlich hinter Großbritannien. Diese 23,1 Mrd. USD (plus 11% zur Vorjahresperiode) markieren ein Allzeithoch.

Tatsache ist aber auch, dass es Finanzarbitrageure deutlich schwerer haben als bisher. Fremdkapital ist, wenn überhaupt, nur zu höheren Zinsen zu bekommen. „Bei der Risikoabsicherung ziehen Banken nun die Daumenschrauben wieder an“, bemerkt Dr. Klaus Eichhorn, Head of Corporate Finance Germany bei der Managementberatung Arthur D. Little. „Darlehen mit auflaufenden bzw. endfälligen Zinszahlungen werden nicht mehr so leicht vergeben, regelmäßige Zinszahlungen sind wieder angesagt.“ Private Equity-Manager müssen stärker auf klassischem Wege Wertsteigerungen erzielen – da ist unternehmerische Qualität gefragt. Stellschrauben sind vor allem rentables Wachstum, Kostensenkung und Effizienzsteigerung, Produktverbesserung und -innovation.

### Umwelt- und Medizintechnik sehr gefragt

„Bei attraktiven Firmen stehen die Private Equity-Häuser weiterhin Schlange“, sagt Rödl-Berater Stübiger. Die Attraktivität von Mittelständlern hängt dabei entscheidend von der Branche ab. Bei den Schwerpunkten der Private Equity-Fonds standen bis März 2007 (in dieser Reihenfolge) Medizintechnik/Gesundheit, Maschinen- und Anlagenbau, Elektrotechnik/Elektronik und Telekommunikation/IT ganz oben. Nach einer Umfrage von Rödl & Partner rückt neben Medizintechnik/Gesundheit nun die Umwelttechnik als attraktivste Branche der kommenden Jahre an die Spitze. Am wenigsten attraktiv als Beteiligungsziele gelten Textil, Bau und Handwerk.



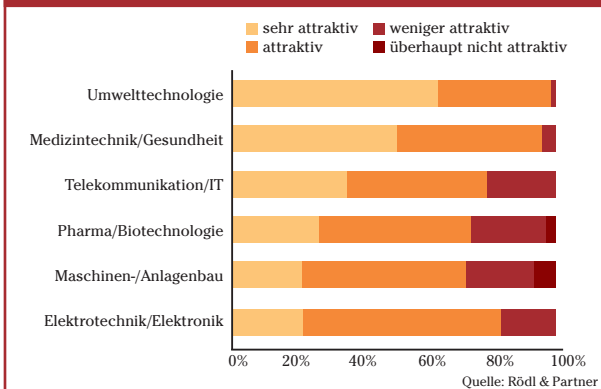
Björn Stübiger, Rödl & Partner

Die Bandbreite der Deal-Volumina (Eigenkapitalanteil einer Investition) reicht von wenigen Mio. Euro bis zu dreistelligen Millionenbeträgen. Während bei kleineren Deals (bis 25 Mio. Euro) deutsche Private Equity-Häuser dominieren, sind bei höheren Volumina ausländische Gesellschaften bzw. deren Töchter vorherrschend. Letztere investierten nach Angaben von Rödl & Partner 2006 in Deutschland durchschnittlich 37,8 Mio. Euro pro Deal.

### Anlagedruck ist nach wie vor hoch

Rund 44% der klassischen, privaten Private Equity-Gesellschaften (ohne öffentlichen Hintergrund) sind auf Mehrheitsbeteiligungen fixiert, 31% auf Minderheitsbeteiligungen, während 25% für beide Varianten offen sind. Das Streben nach einer Mehrheit ist besonders ausgeprägt in

### DIE ATTRAKTIVSTEN BRANCHEN AUS DER PERSPEKTIVE DER FINANZINVESTOREN



Turnaround-Situationen. Diese werden aber nur von jeder fünften Private Equity-Gesellschaft begleitet, das Gros bevorzugt ertragsstarke Firmen mit guten Wachstumschancen. Vor dem Hintergrund des gestiegenen Risikobewusstseins dürfte sich der große Anlagedruck deutscher und ausländischer Private Equity-Fonds jetzt noch stärker auf die besonders attraktiven Beteiligungsobjekte richten – also ein, gemessen am Investitionsvolumen, relativ kleines Segment.

Dazu kommt, dass zunehmend Käufer aus dem asiatischen Raum (China, Indien), den Ölstaaten und anderen Emerging Markets auf den Plan treten, wie die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft Deloitte & Touche in einer Studie belegt. Sie konzentrieren sich hauptsächlich auf Unternehmen mit folgenden Eigenschaften: finanziell gesund mit guter Marktposition, unter 50 Mio. Euro Umsatz, in Privatbesitz. Auch hier ist der rentable Mittelständler mit technischem Know-how gefragt. Zudem wird Deutschland von den meist strategischen Käufern mit seiner zentralen Lage und Infrastruktur als Einfallstor bzw. Basis für den europäischen Markt gesehen.

### Fundraising auf hohem Niveau rückläufig

Angesichts des Verhältnisses von reichlich vorhandenem Anlagekapital zu begrenzt vorhandenen, attraktiven Zielobjekten dürfte es in nächster Zeit häufiger als bisher vorkommen, dass Private Equity-Fonds ihr Fundraising frühzeitig schließen, um die Anlagesummen in Grenzen zu halten. Das globale Private Equity-Fundraising dürfte 2006 mit 377 Mrd. USD seinen vorläufigen Höhepunkt erreicht haben. 2007 waren es bis Mitte Oktober immerhin noch 253 Mrd. USD (siehe Tabelle auf S. 16). Es dürfte sogar zunehmend Fälle geben, bei denen Fonds eingesammeltes Kapital an die Investoren wieder zurückgeben – mangels genügend rentierlicher Anlageobjekte. Im Übrigen werden Investoren wohl ihre Renditeerwartungen zurückschrauben müssen. Diese lagen in den vergangenen Jahren bei rund 15 bis 25% p. a. – je nach Risiko der Investition.

PRIVATE EQUITY: WELTWEITES FUNDRAISING RÜCKLÄUFIG		
KALENDERJAHR	ANZAHL DER FONDS	MIO. USD
2000	1.899	306.649,50
2001	1.136	186.175,80
2002	810	94.100,10
2003	626	97.619,90
2004	789	140.396,80
2005	921	291.635,20
2006	950	376.948,90
2007 (BIS 17.10.)	591	252.998,30

Quelle: Thomson Financial

### Externe Berater als Unterstützung

Ein weiterer Trend ist, dass sich Private Equity-Häuser zunehmend in Finanzierungs- und Rechtsfragen von externen Spezialisten beraten lassen. „Sie machen sich unabhängiger von den Banken“, sagt Arno Fuchs, CEO der FCF Fox Corporate Finance GmbH in München. „Alternativ zu den Senior



Arno Fuchs, FCF Fox Corporate Finance

### OPTIONEN FÜR DIE NACHFOLGEREGELUNG IN FAMILIENUNTERNEHMEN

Viele mittelständische Firmen stehen in den nächsten Monaten und Jahren vor der Frage, wie sie die Nachfolge an der Spitze des Unternehmens regeln sollen. Je komplexer die Gesellschafterstruktur ist, umso schwieriger gestaltet sich die Lösungsfindung – z. B. wenn das Unternehmen schon in dritter oder vierter Generation existiert und 20 oder mehr Familienmitglieder Anteile halten und in der Nachfolgefrage mitreden bzw. einen möglichst hohen Erlös für ihre Anteile erzielen wollen. Bei Unternehmen in erster oder zweiter Generation ist die Situation meist überschaubarer. Wichtig ist, eine Lösung für die Nachfolge frühzeitig vorzubereiten. Im Wesentlichen gibt es folgende Optionen:

1. Die Unternehmensleitung wird „ganz normal“ an ein Familienmitglied übertragen. Der Nachfolger wird sukzessive in seine Aufgaben eingeführt, nachdem er am besten zuvor schon in einem anderen Betrieb Erfahrungen sammeln konnte. Das erweitert den Horizont und schützt auch vor einer gewissen „Betriebsblindheit“. Nach der Einführung übernimmt der Nachfolger die Leitung. Der bisherige Geschäftsführer verkauft seine Anteile an den Nachfolger und andere Familienmitglieder, einen kleinen Anteil behält er noch. Er geht auch nicht ganz von Bord, sondern wechselt in den Beirat, von wo aus er für eine Übergangszeit noch seine Erfahrungen einbringen kann.
2. Nicht ein Familienmitglied, sondern ein fähiger Mitarbeiter bzw. interner Manager übernimmt die Unternehmensführung. Der bisherige Geschäftsführer übergibt das Zepter lieber an einen ihm bekannten Mitarbeiter, der für Kontinuität steht, als an fremde, externe Manager. Stimmen Kompetenz und Persönlichkeit, wird der „Neue“ an der Spitze auch leichter von der Belegschaft akzeptiert. Der neue Geschäftsführer kann aber seine Beteiligung am Unternehmen nicht alleine finanzieren. Eine Private Equity-Gesellschaft füllt mit einem Anteilskauf die Lücke (zusätzlich wird eventuell noch Mezzanine- oder Fremdkapital aufgenommen), will deshalb aber auch bei wichtigen Entscheidungen gefragt werden.
3. Der bisherige Geschäftsführer gibt die Unternehmensführung und die Mehrheit der Gesellschaftsanteile an fremde bzw. externe Manager ab (Management Buy-in). Der Kontakt kann von beiden Seiten angebahnt werden. Die neuen Manager kümmern sich dann selbst um die Finanzierung. Diese umfasst neben dem Eigenanteil von z. B. 20 oder 30% noch Fremdkapital der Bank. In manchen Fällen wird zusätzlich Private Equity gesucht, dann i. d. R. als Minderheitsanteil.
4. Eine Beteiligungsgesellschaft kauft das Unternehmen komplett oder mehrheitlich (z. B. 80%). Der Alteigentümer hält eine entsprechende Minderheit und bleibt zunächst in der Geschäftsführung.
5. Verkauf an einen strategischen Investor: entweder an einen Konzern, dem das Unternehmen gut in seine Strategie bzw. in seine Wertschöpfungskette passt, oder an einen Wettbewerber, der mit der Akquisition seine Angebotspalette ergänzt, eine kritische Masse erreicht und Synergie- bzw. Kosten-Effekte erzielen kann.
6. Das Unternehmen wird an eine Stiftung verkauft, die Erben werden ausgezahlt. Die Stiftung wird von fremden Managern geleitet. Einer davon übernimmt auch das Management der Firma. Es könnte aber auch einer der Erben, sofern unternehmerisch geeignet, die Firmenleitung übernehmen.
7. Börsengang, der in der Regel über eine Kapitalerhöhung erfolgt (erst ab einer gewissen Größenordnung; nicht für den kleinen Mittelstand). Gegebenenfalls liefert ein Private Equity-Haus eine Bridge-Finanzierung bis zur Emission der Aktien.

Debt/Mezzanine-Strukturen kommen zunehmend Asset-by-Asset-Finanzierungen, also auf Basis der materiellen Vermögenswerte und unter Einbeziehung von Leasing und Factoring, ins Spiel. Auch bei kleinen und mittleren Deals.“

### Internationalisierung und Nachfolge

Mittelständler, die die Anforderungen der Investoren erfüllen, haben ausgezeichnete Chancen für einen wunschgemäßen Verkauf ihres Unternehmens. Für viele von ihnen ist die Internationalisierung ein wichtiger Weg, sich im Wettbewerb zu behaupten und zu wachsen. Dabei ist es oft hilfreich, in Größe bzw. Umsatz eine kritische Masse zu erreichen, damit sich die Expansion in neue Märkte lohnt. Dies kann über schnelles Wachstum und/oder Akquisitionen erreicht werden – beides Vorhaben, bei deren Finanzierung Private Equity-Gesellschaften eine wichtige Rolle spielen.

Auch die Nachfolgeregelung bleibt dem Mittelstand auf Jahre hinaus als Thema erhalten und ein Antriebsfaktor, sich nach alternativen Finanzierungsformen wie z. B. Private Equity umzuschauen. Dies bzw. der Wechsel in die nächste, jüngere Unternehmergegeneration bedeutet: Der Trend zu einer allmählichen Öffnung für Beteiligungen von außen dürfte sich fortsetzen. Im bisherigen Jahresverlauf wurde bereits die Marke von 6.000 deutschen Firmen, die mit Beteiligungskapital finanziert sind, überschritten.

#### Fazit:

Die Vertrauenskrise an den Kreditmärkten macht insbesondere den Private Equity-Gesellschaften, die auf große und stark fremdfinanzierte Deals aus sind, das Leben schwerer. Auch dürfte sich kaum vermeiden lassen, dass die Renditeerwartungen gesenkt werden müssen. Weniger betroffen ist der deutsche Mittelstand. Angesichts der hohen Summen, die nach wie vor bei den Private Equity-Fonds zur Anlage bereit stehen, haben einerseits Unternehmen aus attraktiven Technologiebranchen, andererseits etablierte und rentable Mittelständler mit guten Wachstumsperspektiven eine ausgezeichnete Verhandlungsposition. Dies gilt insbesondere ab Umsatzgrößen von 15 bis 20 Mio. Euro auf-

wärts. Private Equity-Gesellschaften sollten nicht nur mit finanzieller, sondern auch mit unternehmerischer Kompetenz punkten. Vor dem Hintergrund zahlreicher noch ungelöster Nachfolgeregelungen dürften Mittelstand und Private Equity noch stärker zueinander finden als bisher. ■

Bernd Frank  
redaktion@vc-magazin.de

Mehr zum Thema Mittelstand und Unternehmensnachfolge auf den Seiten 31-35, 38-41 und 44.

Anzeige

This announcement appears  
as a matter of record only.

## Brockhaus Private Equity II

Final Closing

EUR 125.000.000

Buyouts & Expansion Capital  
Germany

September 2007



BROCKHAUS PRIVATE EQUITY

[www.brockhaus-pe.com](http://www.brockhaus-pe.com)