

# M&A REVIEW

MERGERS & ACQUISITIONS • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

www.ma-review.de

25. Jahrgang

1/2014

Standpunkt

Das A-B-C von M&A-Projekten

Strategien und Visionen

Chinesische Investoren –  
Die neuen Weißen Ritter?

Bewertung und Kapitalmärkte

Performance von M&A-Trans-  
aktionen österreichischer  
Unternehmen

International Column

M&A-Markt Q3 2013:  
Aktivitätsanstieg durch TMT  
und die USA

Recht und Steuern

Die deutsche Hinzurechnungsbe-  
steuerung – Unterschätztes Risiko  
für deutsche PE-Investoren

Deal des Monats

Leica übernimmt Sinar



Strategien und Visionen

## The world is flat? Cross-border M&A in Deutschland

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

# The world is flat? Cross-border M&A in Deutschland sowie Erfahrungen mit Investoren aus den Schwellenländern

Dr. Thomas C. Sittel, goetzpartners CORPORATE FINANCE GmbH, München

## 1. Einleitung

► Die Stimmung am M&A-Markt steigt. So jedenfalls die Ergebnisse einer aktuellen Umfrage der internationalen Wirtschaftskanzlei CMS mit Mergermarket bei Vertretern von Konzernen, Private Equity und Kanzleien<sup>1</sup>. Eine gewisse Skepsis scheint berechtigt, nachdem die M&A-Branche den nächsten Frühling schon in 2011 und 2012 ausgerufen hatte. Doch die Vorzeichen haben sich seither verändert. Tatsächlich zog das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen in 2013 an wie seit Jahren nicht mehr<sup>2</sup>. So liegt das M&A-Volumen mit deutschen Targets seit Jahresbeginn bei über 85 Mrd. USD<sup>3</sup> und damit mehr als 50% über dem Vorjahreswert<sup>5</sup>. Auch wenn dieser Wert noch weit unterhalb der Spitzenwerte aus den Jahren 2005-2007 liegt, scheint der „Turnaround“ am M&A-Markt endlich gelungen<sup>5</sup>.

Und die Aussichten sind der Umfrage zufolge noch rosig: Knapp die Hälfte der befragten Experten rechnet mit einem weiteren Anstieg! Ein wesentlicher Grund hierfür sei ein vermehrtes Interesse von außereuropäischen Käufern. Daher verwundert es wenig, dass die überwiegende Anzahl der Befragten (82%) gleichzeitig von einer wachsenden Anzahl grenzüberschreitender Transaktionen ausgeht<sup>6</sup>. Verstärkt träten dabei insbesondere neue Spieler aus dem asiatisch-pazifischen Raum wie China oder Korea, aber auch russische und amerikanische Investoren auf<sup>7</sup>. Auch vor diesem Hintergrund lohnt ein genauer Blick darauf, woher die Käufer deutscher Assets derzeit kommen, wie sich die Anteile der Erwerberländer entwickelt haben, welche Erfahrungen es mit internationalen Interessenten in M&A-Prozessen gibt und ob man die Erfolgsaussichten von Prozessen durch die Berücksichtigung der spezifischen Anforderungen dieser Interessenten noch erhöhen kann.

## 2. Cross-border Transaktionen in Deutschland

In diesem Abschnitt wird analysiert, welchen Anteil ausländische Investoren in M&A-Prozessen mit deutschen Targets haben und ob sich diese Anteile in den letzten

Jahren verschoben haben. Hierbei wird im Folgenden nach gesunden und notleidenden Zielunternehmen differenziert, um etwaige Unterschiede herauszuarbeiten.

### 2.1 „Healthy“ M&A

#### (1) Überblick

Der Gesamtanteil internationaler Käufer beim Kauf gesunder Unternehmen in Deutschland hat sich in den letzten drei Jahren trotz Eurokrise kaum verändert. Etwas mehr als die Hälfte aller deutschen Zielunternehmen wird heutzutage ins Ausland verkauft<sup>8</sup>. Seit 2011 ist lediglich ein marginaler Anstieg um rund einen Prozentpunkt festzustellen. Die Statistik zeigt, dass die Eurokrise in den letzten drei Jahren keinerlei negative Auswirkungen auf die Attraktivität deutscher Unternehmen bei ausländischen Investoren hatte.

Vergleicht man die Werte aus Deutschland jedoch mit anderen europäischen Ländern, so lässt sich eine deutliche Diskrepanz erkennen<sup>9</sup>. Der Anteil ausländischer Käufer in anderen europäischen Ländern ist in den letzten Jahren deutlich geringer ausgefallen<sup>10</sup>. Dies lässt sich vor allem mit den Auswirkungen der Finanz- und Eurokrise erklären. Während Deutschland im Ausland als „Insel der Glückseligkeit“ galt, war die Attraktivität des restlichen Europas extrem gedämpft. Wenig verwunderlich ist es, dass Auslandsinvestitionen in die Peripheriestaaten Portugal, Spanien, Italien und Griechenland zu vernachlässigen waren. Und selbst bei unserem großen

1 Die Studie „European M&A Outlook – A Study of European M&A Activity“ von CMS in Kooperation mit Mergermarket ist zu beziehen unter [mergermarketgroup.com/wp-content/uploads/2013/10/European-MA-Outlook\\_2013a.pdf](http://mergermarketgroup.com/wp-content/uploads/2013/10/European-MA-Outlook_2013a.pdf).

2 Vgl. auch Financial Times vom 27.09.2013, S. 13, „Tech and telecoms spur M&A rebound“. Zeitraum („Year-to-date“): 01.01.-24.10.2013.

3 Vgl. Börsen-Zeitung Nr. 207 vom 29.10.2013, S. 11, „Stimmung am M&A-Markt steigt“.

4 Das Volumen im aktuellen Jahr ist allerdings auch durch diverse Großtransaktionen geprägt, z.B. den Verkauf von Kabel Deutschland an Vodafone (EUR 10,3 Mrd.) oder den Kauf von E-Plus durch Telefonica (EUR 8,3 Mrd.). Die Anzahl der Transaktionen hat sich noch nicht wieder erholt.

5 Vgl. Studie „European M&A Outlook – A Study of European M&A Activity“, a.a.O., S. 22 f.

6 Vgl. Börsen-Zeitung Nr. 207 vom 29.10.2013, S. 11, „Stimmung am M&A-Markt steigt“.

7 Nach unseren eigenen Erfahrungen ist der Anteil sogar noch höher. In 2012 kamen rund zwei Drittel der Erwerber unserer deutschen Zielunternehmen aus dem Ausland.

8 Vgl. auch „European M&A Outlook – A Study of European M&A Activity“, a.a.O., S. 24.

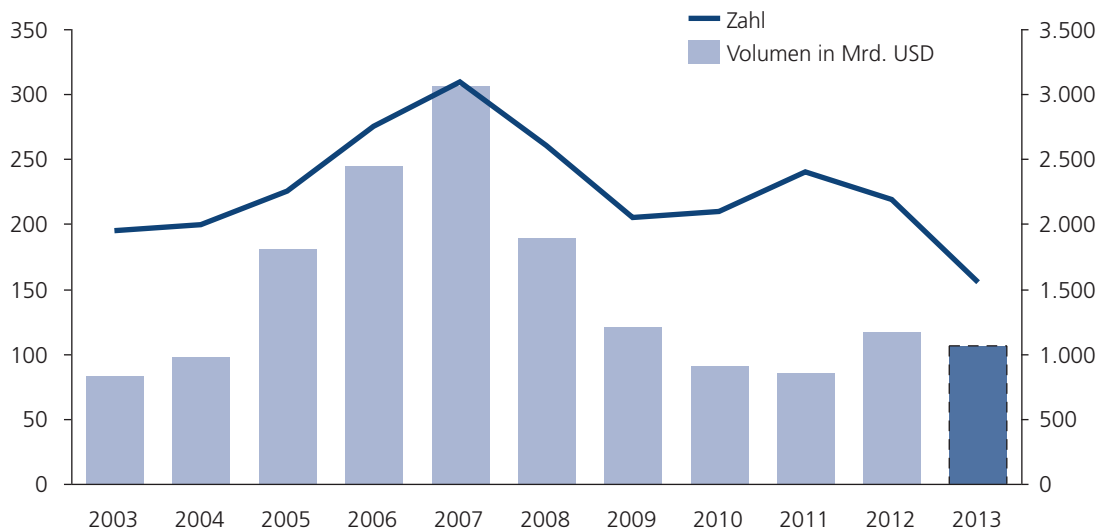
10 Vgl. auch FINANCE online vom 25.09.2012, „M&A-Fokus Südeuropa – Krise eröffnet M&A-Chancen im Süden“, [www.finance-magazin.de/strategie-effizienz/ma/krise-eroeffnet-ma-chancen-im-sueden](http://www.finance-magazin.de/strategie-effizienz/ma/krise-eroeffnet-ma-chancen-im-sueden).

**Abb. 1 • Cross-border M&A in Deutschland**

Quelle: Thomson Reuters, Börsen-Zeitung, goetzpartners

Das M&A-Volumen mit deutschen Targets liegt seit Jahresbeginn bei über 85 Mrd. USD und damit mehr als 50% über dem Vorjahreswert.

**M&A Transaktionen mit deutscher Beteiligung**



**Abb. 2 • Anteil internationaler Käufer**

Quelle: Mergermarket, goetzpartners

Bei etwas mehr als der Hälfte aller Transaktionen in Deutschland stammt der Käufer aus dem Ausland.

**Käufer nach Herkunft [%]\***



\* Transaktionen von Unternehmen mit einem Umsatz größer 25 Mio. EUR

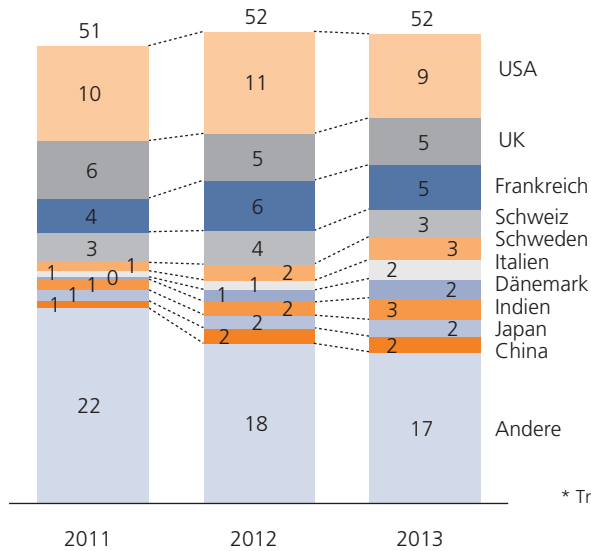


**Abb. 3 • Transaktionen in Deutschland mit internationalen Käufern**

Quelle: Mergermarket, goetzpartners

Die USA sind der dominierende Käufer deutscher Assets.  
Die UK, Frankreich, die Schweiz und Schweden folgen auf den Plätzen.

**Cross-border Anteil [%]\***



- Der Anteil internationaler Käufer bei M&A-Transaktionen ist seit 2011 sehr stabil.
- Mit rund 10% aller deutschen Deals haben US-Käufer den mit Abstand größten Anteil.
- Investoren aus UK, Frankreich und der Schweiz sind die aktivsten europäischen Käufer.
- China und Indien stehen jeweils für weniger als 2% aller M&A-Transaktionen in Deutschland.
- Ohne Finanzinvestoren wären die Anteile der USA und der UK deutlich geringer.

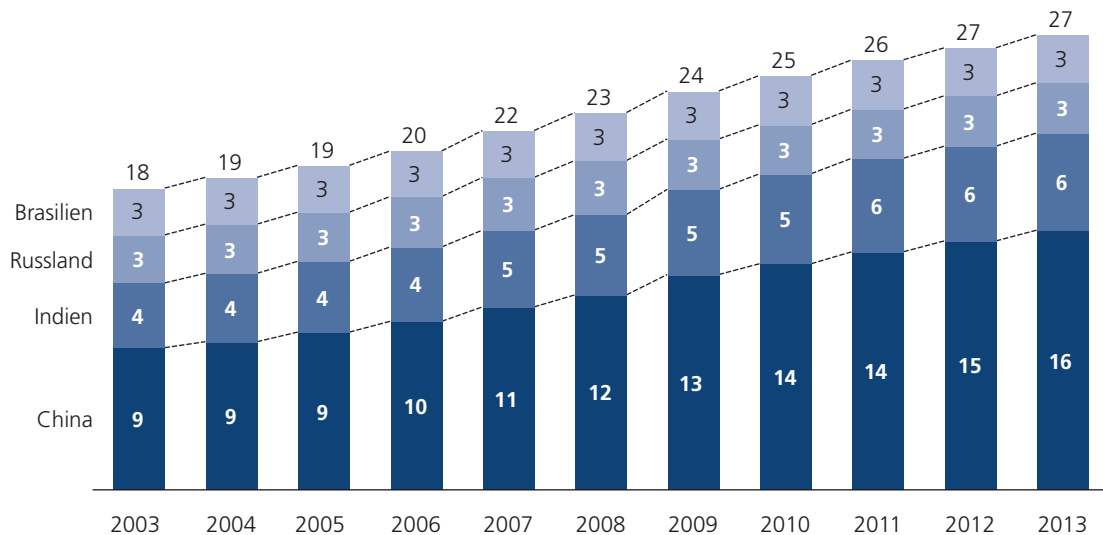
\* Transaktionen von Unternehmen mit einem Umsatz größer 25 Mio. EUR

**Abb. 4 • Anteil BRIC-Staaten am globalen Bruttoinlandsprodukt**

Quelle: International Monetary Fund, goetzpartners

Der Anteil der BRIC-Staaten am globalen BIP spiegelt sich (noch) nicht in deren Anteil an M&A-Transaktionen in Deutschland wider.

**Anteil der BRIC-Staaten an der globalen Wirtschaftsleistung [%]**



Nachbarn Frankreich war investorenseitig eine erhebliche Zurückhaltung zu spüren<sup>11</sup>. Mit dem Abklingen der Eurokrise dürften sich die Werte jedoch wieder angleichen. Gerade bei Finanzinvestoren sind die noch vor Kurzem verschmähten Länder wie Spanien und Italien wieder voll im Trend. Auch bei strategischen Investoren verspürt man eine allmähliche Normalisierung der Situation<sup>12</sup>.

**(2) Industriestaaten („Developed Markets“)**

Generell lässt sich feststellen, dass bei den entwickelten Industriestaaten prinzipiell eine hohe Korrelation zwischen ihrem Anteil an der globalen Wirtschaftsleistung

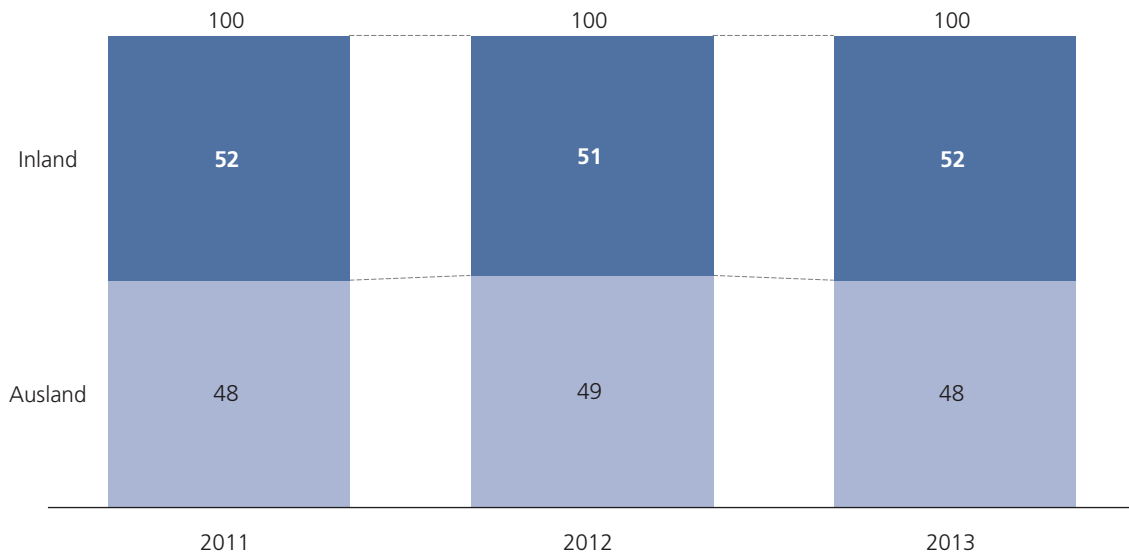
<sup>11</sup> Vgl. auch Mergermarket vom 07.01.2013, „French M&A Roundup 2012“.  
<sup>12</sup> Vgl. auch FINANCE online vom 25.09.2012, „M&A-Fokus Südeuropa – Krise eröffnet M&A-Chancen im Süden“, a.a.O.

## Abb. 5 • Anteil internationaler Käufer bei Distressed Assets

Quelle: Mergermarket, goetzpartners

Der Anteil ausländischer Käufer bei Distressed Assets liegt knapp unterhalb der Hälfte und ist damit nur geringfügig niedriger als im „Healthy“ M&A.

### Käufer nach Herkunft [%]\*



\* Transaktionen von Unternehmen mit einem Umsatz größer 25 Mio. EUR

und ihrem Anteil als Erwerber deutscher Assets besteht. Die großen Staaten sind regelmäßig auch diejenigen, die in den „League-Tables“ als Käufer führen<sup>13</sup>.

Mit einem Anteil von rund 10% sind die USA mit großem Abstand der nach Anzahl häufigste Käufer deutscher Assets. UK, Frankreich, die Schweiz, Schweden und Italien folgen mit einem jeweiligen Anteil von 3-4%. Würde man bei den USA und dem UK die Käufe durch Finanzinvestoren herausrechnen, so würde sich ihr Anteil jedoch deutlich reduzieren. Die EU-Mitgliedsstaaten machen in Summe einen Anteil von knapp 25% aus.

### (3) Schwellenländer („Emerging Markets“)

Als Jim O'Neill, der frühere Chairman von Goldman Sachs Asset Management, in 2001 das Akronym „BRIC“ – die mittlerweile gängige Sammelbezeichnung für die Schwellenländer Brasilien, Russland, Indien und China – prägte<sup>14</sup>, war ihm wahrscheinlich nicht klar, welche Lawine er hiermit bei Finanzprodukten, aber auch M&A-Prozessen auslösen würde. Fortan standen bei Investorenprozessen Interessenten aus den Schwellenländern ganz oben auf Liste. Mittlerweile wird diese Interessentengruppe zu Recht in fast allen Investorenprozessen berücksichtigt. Doch vielfach werden die hohen Erwartungen enttäuscht. Es besteht eine erhebliche Diskrepanz zwischen wahrgenommener und tatsächlicher Stärke der sogenannten Emerging Markets. Betrachtet man die bei Mergermarket gemeldeten Unternehmenstransaktionen mit deutschen Targets, so zeigt sich, dass in 2012 und 2013 jeweils lediglich rund 3% der Käufer aus den

BRIC-Staaten kamen. Da die BRIC-Staaten mittlerweile rund 27% der globalen Wirtschaftsleistung vereinen<sup>15</sup>, dürfte ein solch niedriger Anteil die meisten Leser erstaunen.

Geht man eine Stufe tiefer und betrachtet die einzelnen Länder, so ist das Ergebnis nicht weniger überraschend: Gerade einmal 2% der Erwerber kamen aus China<sup>16</sup> und jeweils deutlich unter 1% aus den restlichen BRIC-Ländern. Das Bild wird noch dramatischer, wenn man die Analyse auf Targets aus ganz Europa ausweitet. Bei nicht einmal 1% aller Transaktionen mit europäischen Targets kam der finale Käufer etwa aus China.

„Wieso dann ein solcher ‚Hype‘ um diese Interessentengruppe?“, könnte man sich fragen. Auf der einen Seite klaffen die mit Interessenten aus den BRIC-Staaten verbundene Hoffnung und die realen Zahlen derzeit noch weit auseinander. Es gibt einige wenige öffentlichkeitswirksame Closings, wie beispielsweise die von Putzmeister, Kion oder Kiekert, die bei vielen Verkäufern einen falschen Eindruck von der Relevanz ausländischer

<sup>13</sup> Einzig Japan tanzt hier mit einem Anteil von nicht einmal 2% aus der Reihe.

<sup>14</sup> Vgl. auch [http://en.wikipedia.org/wiki/Jim\\_O'Neill\\_\(economist\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Jim_O'Neill_(economist))

<sup>15</sup> Vgl. etwa Auswertung des International Monetary Fund, Oktober 2012, <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/248719/umfrage/anteil-der-bric-staaten-am-globalen-bruttoinlandsprodukt-bip>.









<sup>16</sup> Dies liegt auch daran, dass der Hauptfokus von China seit vielen Jahren auf dem „Energy & Resources“-Sektor liegt. In den Jahren 2012/2013 erfolgten fast zwei Drittel aller chinesischen Auslandsinvestments in diesem Sektor. Vgl. Squire Sanders Global M&A Briefing, May 2013, „China Outbound M&A“, S. 2.

**Abb. 6 • Kauf von Distressed Assets durch ausländische Käufer**

Quelle: Mergermarket, goetzpartners

Zu kurze Zeitrahmen in Investorenprozessen führen oftmals dazu, dass potenzielle Käufer aus den Emerging Markets nicht wettbewerbsfähig sind.

**Ausgewählte Transaktionen**

Target	Käufer	Sektor	Land
Klenk Holz	The Carlyle Group	Industrie	
Neumayer Tekfor	Amtek Group	Autom.	
Petroplus Holdings	Gunvor	Energy	
Q-Cells	Hanwha Group	Energy	
Rail.One	PCM Group	Industrie	
Ruia Global Fasteners	Whitesell Group	Autom.	
Schiesser	Delta Galil Industries	Retail	
Sellner	NBHX	Autom.	

**Wesentliche Erfahrungen**

- Es gehört heute auch in Distressed M&A-Prozessen zum Standard, internationale Interessenten anzusprechen.
- In Bezug auf Käufer aus den Emerging Markets ist Execution Speed DER Grund für eine niedrige Erfolgsquote.
- Sprachliche Barrieren, kulturelle Unterschiede sowie regulatorische Probleme sind die Gründe für das geringe Tempo.
- Nichtsdestotrotz haben Käufer aus den Entwicklungsländern bereits deutlich dazu gelernt.
- Käufer aus den Emerging Countries zahlen zwar strategische Prämien, aber normalerweise keine Mondpreise.

Investoren aus den BRIC-Staaten erzeugen. In der Tagespresse wird fälschlicherweise teilweise sogar die Angst vor einem Ausverkauf der deutschen Wirtschaft nach China geschürt.

Auf der anderen Seite hat sich die „Erfolgsquote“ von Erwerbern aus den BRIC-Staaten seit 2010 nahezu verdreifacht und es ist davon auszugehen, dass dieser rasante Anstieg – wenngleich in etwas abgeschwächter Form – anhalten wird.

**(4) Zwischenfazit:**

Während die Industriestaaten als Erwerber deutscher Assets bereits eine bedeutende Rolle spielen, sind die statistischen Erfolgsaussichten von Investoren aus den Schwellenländern aktuell noch als niedrig einzustufen, allerdings wird deren Bedeutung in der Zukunft weiter stark wachsen.

**2.2 „Distressed“ M&A**

Vor dem Hintergrund unterschiedlicher Anforderungen im M&A-Prozess (Struktur, Prozessdauer) und an den Käufer stellt sich die Frage, wie stark sich ausländische Interessenten bei M&A-Prozessen von notleidenden Unternehmen engagieren beziehungsweise wie hoch ihre Erfolgsquote hier ist.

Eine Analyse des Distressed-Segments zeigt, dass der Anteil internationaler Käufer beim Kauf notleidender

Unternehmen in Deutschland bei knapp 50% und damit nur wenige Prozentpunkte unterhalb der oben genannten Werte im „gesunden“ M&A liegt. Analysiert man die letzten drei Jahre, so zeigt sich auch hier, dass der Anteil seit 2011 sehr stabil gewesen ist.

Betrachtet man die Länderverteilung, sind ebenfalls kaum Unterschiede festzustellen. Die hohe Korrelation bei den Industriestaaten zwischen ihrem Anteil an der globalen Wirtschaftsleistung und ihrem Anteil als Erwerberland findet sich auch hier wieder. Ebenso führen die großen Industriestaaten, allen voran die USA, UK und Frankreich, die Rangliste an.

Mit Blick auf die Schwellenländer lassen sich leichte Verschiebungen feststellen. Unabhängig davon, wo genau die Grenze zwischen distressed und non-distressed Transaktionen gezogen wird, kommen lediglich rund 2% der Erwerber deutscher Distressed Assets aus den BRIC-Staaten. Diese Zahl liegt noch einmal etwa einen Prozentpunkt und damit rund 30% unterhalb des schon niedrigen Anteils im „healthy“ M&A. Im Distressed Segment führt China vor Indien und Russland das interne Ranking an. Brasilianische Erwerber spielen auch hier so gut wie keine Rolle.

**3. Erfahrungen aus Cross-border-Transaktionen**

Es gehört mittlerweile selbst bei kleineren Transaktionen zum Standard, internationale Investoren im Rahmen von



M&A-Prozessen so breit wie möglich zu adressieren. Deren Ansprache erfolgt meist direkt über das eigene Kontaktnetzwerk oder über internationale Büros/Kooperationspartner des eingeschalteten M&A-Beraters in den jeweiligen Ländern. Bei M&A-Prozessen, die ohne externe Unterstützung durchgeführt werden, beschränkt sich die Ansprache demgegenüber meist auf einzelne, bestehende Geschäftskontakte beziehungsweise Joint-Venture-Partner. Doch obwohl internationale Investoren mittlerweile bei fast allen Investorenprozessen – auch im Small- und Mid-Cap-Bereich – angesprochen werden, ist deren „Conversion Rate“ wie die obigen Zahlen belegen – gerade bei Investoren aus den Schwellenländern – noch immer verhältnismäßig niedrig.

Mit Blick auf die Industriestaaten lassen sich in Sachen Professionalität im M&A-Prozess kaum relevante Unterschiede feststellen. Finanzinvestoren, gleich aus welchem Land, verfügen ohnehin meist über erhebliche Prozessenerfahrung und sind gleichzeitig sehr professionell aufgestellt. Die Professionalität strategischer Interessenten aus ausländischen Industriestaaten ist durchaus heterogen, jedoch lässt sich dieselbe Aussage für inländische Interessenten treffen. Abgesehen von etwaigen sprachlichen Hindernissen – gerade wenn etwa die Buchhaltung des Targets vornehmlich auf Deutsch und nach deutscher Rechnungslegung ist – lassen sich kaum relevante Unterschiede feststellen.

Auch wenn viele Käufer aus den Emerging Countries mittlerweile deutlich professioneller und erfahrener geworden sind, gestalten sich Investorenprozesse mit dieser Interessentengruppe in der Regel immer noch komplexer und langwieriger. Die wesentlichen praktischen Erfahrungen mit Interessenten aus den Schwellenländern lassen sich wie folgt zusammenfassen:

### 3.1 Geschwindigkeit

Der wesentliche Grund für die verhältnismäßig niedrige Erfolgsquote von potenziellen Interessenten aus Entwicklungsländern liegt in deren „Execution Speed“ und der schwierigen Integrierbarkeit in strukturierte Investorenprozesse. Neben sprachlichen und kulturellen Hürden sind regulatorische Hemmnisse die Hauptgründe für die geringere Geschwindigkeit. Mit Blick auf „Distressed-M&A“ wird vielfach behauptet, dass Investoren aus den Schwellenländern aufgrund der kulturellen und regulatorischen Unterschiede generell nicht in der Lage seien, Transaktionen innerhalb weniger Monate oder gar Wochen umzusetzen.

Das überzeugendste Gegenargument mögen die erfolgreichen Verkäufe des Gleisschwellenherstellers Rail.One (2013), des Automobilzulieferers Neumayer Tekfor (2013) oder der Raffinerie Petroplus (2012) sein. Hinzu kommen etwa die Verkäufe der Automobilzulieferer Sellner (2011) und Saargummi (2011). In all diesen Insolvenz- und Restrukturierungsfällen ist es am Ende ge-

lungen, die Transaktionen mit Erwerbern aus den BRIC-Staaten innerhalb eines für Distressed-Fälle üblichen, verkürzten Zeitrahmens abzuschließen<sup>17</sup>.

Auf der anderen Seite gibt es leider auch genug Beispiele, in denen Investoren aus den BRIC-Staaten die zeitlichen Meilensteine des jeweiligen Investorenprozesses trotz vielversprechendem Auftreten am Ende nicht einhalten konnten/wollten oder gar nach erfolgreichem Signing die Transaktion nicht abschließen konnten. So mussten etwa die Meteor Gummiwerke nach gescheitertem Closing mit der indischen Ruia Gruppe Insolvenz-antrag stellen.

Wo ein Wille ist, ist auch ein Weg, könnte man zusammenfassen. Eine Zeitschiene von 3-6 Monaten für den M&A-Prozess stellt jedoch die meisten BRIC-Interessenten vor erhebliche Herausforderungen, die eigene Due Diligence durchzuführen sowie die regulatorischen Genehmigungen und gegebenenfalls Freigaben für den Zahlungstransfer durch die jeweiligen Notenbanken einzuholen.

#### (1) Sprachliche Hürden

Die sprachlichen Barrieren zeigen sich spätestens in der Due Diligence sowie den Vertragsverhandlungen. Da bei den meisten deutschen Unternehmen die gesamte Unternehmenskommunikation auf Deutsch erfolgt, sind sämtliche Unternehmensinformationen einschließlich der Rechnungslegung regelmäßig nur auf Deutsch verfügbar. Dies stellt alle ausländischen Investoren, gleich ob sie aus einem Industriestaat oder Schwellenland kommen, vor dieselben Herausforderungen bei der Due Diligence. Mit eigenen Kräften gelingt eine Analyse der Unterlagen nicht. Es ist bislang nicht üblich, dass sämtliche Daten vor dem Start des Investorenprozesses durch den Verkäufer ins Englische übersetzt werden. Demzufolge benötigt der ausländische Käufer in der Regel externe Berater, die ihm die Informationen auswerten und in aggregierter Weise in seiner Landessprache aufbereiten<sup>18</sup>. Dies führt zu einem nicht zu unterschätzenden Zeitverlust und zudem zu möglichen Missverständnissen.

Kaufvertragsverhandlungen erfolgen heutzutage regelmäßig in englischer Sprache. Gleichzeitig werden die meisten Verträge in englischer Sprache abgefasst. Hier haben angelsächsische Investoren natürlich einen Vorteil. Bei Investoren aus den Schwellenländern ist demgegenüber festzustellen, dass hier vor allem die senioren Entscheidungsträger oftmals nur über unzureichende Englischkenntnisse verfügen. Dies führt regelmäßig zu Verzögerungen im Prozess. ►►

<sup>17</sup> Einschränkung ist allenfalls anzumerken, dass es sich teilweise um Erwerber handelt, die bereits aufgrund eines vorhergehenden Prozesses oder einer zuvor bestehenden Beziehung (z.B. Joint Venture) einen inhaltlichen und zeitlichen „Vorsprung“ hatten (z.B. Neumayer Tekfor).

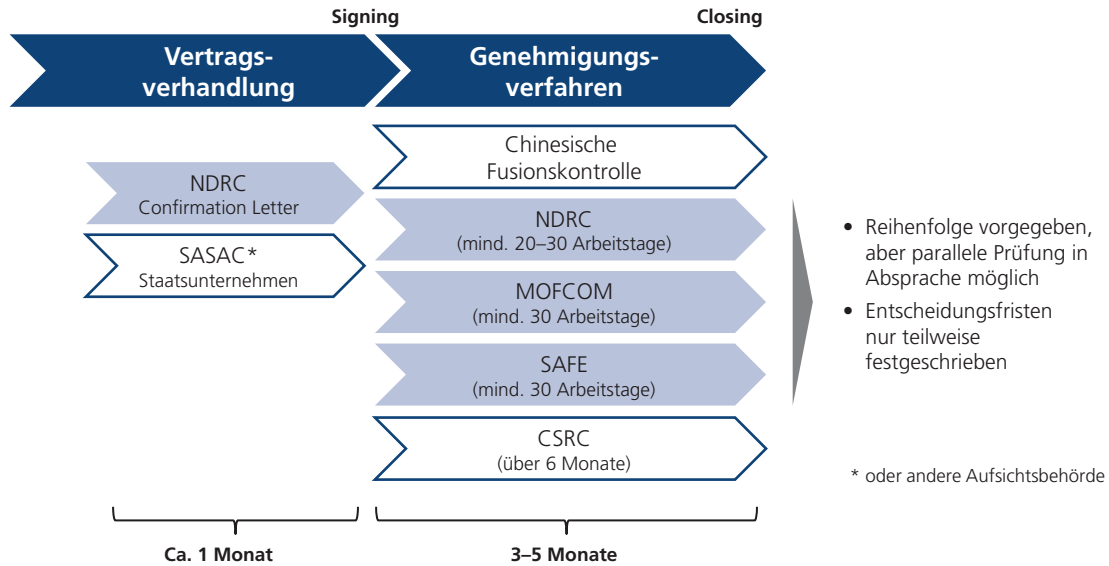
<sup>18</sup> Die Prozessenerfahrung mit Interessenten aus China zeigt, dass es dort gerade bei strategischen Interessenten derzeit noch unüblich ist, externe Berater einzuschalten. In vielen Prozessen versuchen Chinesen (zunächst) mit eigenen „Bordmitteln“ über die Runden zu kommen.

**Abb. 7 • M&A-Prozess mit chinesischen Bietern**

Quelle: goetzpartners

Die wesentlichen Genehmigungsverfahren setzen erst nach „Signing“ der Transaktion ein.

**Überblick Genehmigungsverfahren (vereinfacht)**



**(2) Kulturelle Unterschiede**

Anders als in M&A-Prozessen in Deutschland sind etwa in China bilaterale Verhandlungen, die auf Vertrauensbasis geführt werden, die gängige Praxis. Ein streng definierter M&A-Prozess mit Meilensteinen und Deadlines ist die absolute Ausnahme. Für Chinesen ist es daher per se schon einmal ungewohnt, sich einer solchen Struktur zu „unterwerfen“.

Wer mit Investoren aus Indien oder China verhandelt hat, kennt auch die kulturellen Unterschiede aus der Praxis. Beispielsweise in China sind die Entscheidungsstrukturen immer noch sehr hierarchisch, so dass ein Abschichten von entscheidungsrelevanten Themen kaum möglich ist. Gleichzeitig passiert es immer wieder, dass – jedenfalls aus deutscher Sicht – bereits vereinbarte Verhandlungspunkte wieder aufgemacht werden. Vor diesem Hintergrund werden Verhandlungen mit chinesischen Bietern aus deutscher Sicht als zäh und langwierig wahrgenommen. Ein chinesisches Sprichwort sagt: „Denke dreimal nach, bevor du dich bewegst!“

**(3) Regulatorische Prozesshemmnisse**

Die erforderlichen Genehmigungen unterscheiden sich selbstverständlich von Land zu Land. Unabhängig von den landesspezifischen Regelungen lassen sich die zu durchlaufenden Genehmigungsverfahren grundsätzlich in drei Cluster systematisieren:

1. Fusionskontrolle
2. Kontrolle über Auslandsinvestitionen
3. Devisenkontrolle

Ohne hier ins Detail gehen zu wollen, lassen sich die Auswirkungen dieser Genehmigungserfordernisse auf den M&A-Prozess am Beispiel von China gut illustrieren<sup>19</sup>.

Wie die Abbildung zeigt, werden alle erforderlichen Genehmigungsverfahren erst nach Signing der Transaktion initiiert. Dies führt wiederum dazu, dass der Verkäufer zwischen Signing und Closing erheblichen Unsicherheiten unterliegt. Zwar zeigen die Erfahrungen mit chinesischen Käufern, dass sich das Bieterfeld aus China meist bereits deutlich vor Signing auf eine verbleibende Partei konzentriert, die angeblich über die erforderliche Rückendeckung der Regierung verfügt. Jedoch heißt das noch lange nicht, dass die erforderlichen Genehmigungen auch erteilt werden<sup>20</sup>.

Dies gilt in ähnlicher Weise für Kandidaten aus anderen Schwellenländern, die vergleichbaren Reglementierungen unterliegen. Daher bleiben viele Interessenten aus diesen Ländern bis zur Erteilung der erforderlichen Genehmigungen „Wackelkandidaten“. Dies führt wiederum dazu, dass der Verkäufer im Falle einer Auktion auch diesen Sicherheitsaspekt bei der Auswahl des finalen Käufers berücksichtigen muss. Am Markt sind viele Fälle bekannt, in denen ein europäischer Investor

19 Vgl. hierzu auch Hiort/Hummitzsch, CORPORATE FINANCE law, 5/2012, „Die M&A-Landkarte wird größer – Unternehmensverkäufe an chinesische Unternehmen“, S. 227 ff. (S. 228 f.).  
20 Als Beispiele seien der gescheiterte Verkauf des amerikanischen Autoherstellers Hummer an Sichuan Tengshong Heavy Industrial Machinery sowie die Veräußerung des deutschen Herstellers von Transformatoren SGB Starkstrom an das chinesische Staatsunternehmen Pinggao Group genannt.



den Zuschlag bekommen hat, obwohl ein potenzieller Käufer aus einem Schwellenland einen besseren Preis geboten hat.

### 3.2 Strategische Prämie

Die Erfahrung aus einer Vielzahl von Mandaten auf der Verkaufs- beziehungsweise Kaufseite ist an dieser Stelle eindeutig: Strategische Prämie – ja, „Mondpreise“ – so gut wie nie. Investoren aus den Schwellenländern haben sich in der deutlich überwiegenden Zahl der Fälle als gute Rechner wie auch als erfahrene Kaufleute erwiesen. Dies liegt zum einen daran, dass die Transaktions- erfahrung mittlerweile bei vielen Interessenten deutlich zugenommen hat und man immer seltener auf Novizen trifft. Gleichzeitig gibt es auf Seiten des Erwerbers immer öfter Mitarbeiter, die über eine hervorragende internationale Ausbildung sowie Berufserfahrung verfügen. Darüber hinaus ist schließlich auch zu beobachten, dass den Interessenten vielfach erfahrene Berater zur Seite stehen.

Wurden in der Vergangenheit durchaus zu hohe Kaufpreise gezahlt, so ist die Lernkurve steil. Gerade Chinesen rechnen meist mit sehr spitzem Bleistift! Eine Regel, dass Investoren aus den BRIC-Staaten mehrheitlich zu den Höchstbietenden in Investorenprozessen gehören, gibt es nicht. Auf der anderen Seite sind Investoren aus den Schwellenländern aber durchaus bereit, eine strategische Prämie für ein Asset zu bezahlen, wenn ein besonderes strategisches Interesse vorliegt.

### 3.3 Akquisitionsstrategie chinesischer und indischer Investoren

Der Vorwurf lautet: Gerade bei Chinesen stehe das Interesse im Vordergrund, Technologien zu kopieren. Ein nachhaltiges Interesse am Zielunternehmen bestehe dagegen nicht. Diese These ist überkommen, da ein Blick auf die chinesische Akquisitionstätigkeit einen erheblichen Wandel belegt<sup>21</sup>: Stand in den 90ern noch der Erwerb einzelner Assets – meist einzelner Maschinen oder Anlagen – im Vordergrund, so erkannte die chinesische Regierung bereits im Jahr 2000, also kurz vor dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation, dass chinesische Unternehmen auf der globalen Bühne wettbewerbsfähig sein müssen, um am Markt nachhaltig bestehen zu können. Sie verfasste daher eine Richtlinie, die chinesische Unternehmen erstmals berechnete, ausländische Firmen zu kaufen.

Dies führte dazu, dass das „outbound“-M&A-Volumen sprunghaft anstieg. In der Tat stand in dieser Zeit meist der reine Erwerb von Technologien oder von immateriellen Assets (Marken, Patente etc.) im Vordergrund. Allerdings scheiterten viele dieser ersten Akquisitionen im Ausland nach der Übernahme kläglich. Die Ursachen waren mannigfaltig: Es wurden die falschen Unternehmen identifiziert, die Targets wurden nicht sorgfältig

genug geprüft, die Post-Merger-Integration gelang nicht und so weiter.

Mittlerweile ist der Erkenntnis- und Erfahrungsstand jedoch weiter fortgeschritten. Chinesische Erwerber haben erkannt, dass es meist nicht ausreicht, Technologien zu kopieren, um am globalen Markt langfristig zu bestehen. Man hat realisiert, dass ein reiner Know-how-Transfer typischerweise ein einmaliges Unterfangen ist. Die chinesische Akquisitionsagenda wurde demzufolge erneut nachjustiert.

Es lässt sich sicherlich nicht verneinen, dass bei vielen chinesischen Akquisitionen im Ausland ein wesentliches Ziel darin besteht, einen „roll-out“ der Technologie im Heimatmarkt zur Stärkung der lokalen Marktposition durchzuführen. Es ist jedoch ein entscheidender Aspekt hinzugekommen: Ziel einer Akquisition ist regelmäßig der nachhaltige Ausbau eines globalen, nicht mehr nur chinesischen Marktanteils. Chinesische Erwerber haben die Notwendigkeit einer weltweiten Aufstellung erkannt; größtenteils wird sie von den Kunden klar gefordert. Man hat verstanden, dass die erworbenen Kundenbeziehungen einen sehr hohen Wert haben und oftmals nur durch regionale Nähe gepflegt werden können. Darüber hinaus verfolgen chinesische Käufer bei immer mehr Transaktionen nach der Übernahme einen „partnerschaftlichen“ Ansatz und belassen das lokale Management im Amt (z.B. Putzmeister).

Wie geschildert haben die negativen Erfahrungen aus gescheiterten Akquisitionen zu einem erheblichen Umdenken bei Investoren aus China geführt. Einer der wohl größten Fehler chinesischer Unternehmen im letzten Jahrzehnt war der Fokus auf „günstige“ Deals mit unprofitablen Unternehmen.

Spätestens seit der Finanzkrise ist die chinesische Regierung außerordentlich besorgt über die Schwierigkeiten, die chinesische Unternehmen mit ihren ausländischen Beteiligungen haben. Die Regierung hat daher gegen- gesteuert und signalisiert, dass sich chinesische Käufer – so weit wie möglich – auf profitable Targets im Ausland ausrichten sollen. Eine solche Vorgabe ist sicherlich eine weitere Erklärung für den verhältnismäßig geringen Anteil chinesischer Erwerber an Distressed Assets.

Gleichzeitig gibt es – zum Teil aus dem aktuellen 5-Jahres-Plan<sup>22</sup> – abgeleitete strategische Zielbranchen, in denen Akquisitionen gefördert werden. Dies sind etwa Healthcare oder Green Tech, zwei Themen, die in China mittlerweile ganz oben auf der Agenda stehen. ►►

<sup>21</sup> Vgl. hierzu Williamson/Raman, Harvard Business Review, April 2011, „How China Reset Its Global Acquisition Agenda“, S. 2 ff.

<sup>22</sup> Vgl. Stephen S. Roach, Morgan Stanley, „China’s 12th Five-Year Plan: Strategy vs. Tactics“, April 2011, [www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/China\\_12th\\_Five\\_Year\\_Plan.pdf](http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/China_12th_Five_Year_Plan.pdf). Vgl. hierzu auch Fung/Peng, KPMG, „Forces driving China’s economic growth in 2012“, Februar 2012, [www.kpmg.com/cn/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/China-12th-Five-Year-Plan-China-Economic-Growth-201203-2.pdf](http://www.kpmg.com/cn/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/China-12th-Five-Year-Plan-China-Economic-Growth-201203-2.pdf).

Ein weiteres Thema, das in diversen Gesprächen in China von strategischen Investoren und Finanzinvestoren benannt wurde, betrifft Hochtechnologie-Branchen, wie zum Beispiel Robotics.

In China gibt es allerdings ebenso klare strategische Vorgaben der Regierung, wonach bestimmte (Sub-)Branchen und Geschäftsmodelle nicht (mehr) die erforderliche Unterstützung bekommen. Während die Klassiker wie Targets aus den Branchen Automotive und Maschinenbau immer noch sehr interessant sein können, ist man beim Thema Solar aufgrund eigener Überkapazitäten – die spätestens mit der Insolvenz vom einstigen Weltmarktführer Suntech Power für alle offensichtlich wurden – deutlich kritischer und selektiver geworden.

Auch Investoren aus Indien durchlaufen eine steile Lernkurve. Zwar ist die Akquisitionsstrategie in Indien weniger stark von der Regierung vorgegeben, jedoch sind auch indische Unternehmen bei ihren Akquisitionen deutlich wählerischer geworden.

Investoren aus China und Indien dürfen in ihrem Business Sense nicht unterschätzt werden. Sie sind vielfach erfahrene und professionelle Investoren, die Geschäftsmodelle und ihre Aussichten sehr gut einschätzen können. Gleichzeitig sind sie vorsichtiger geworden, weil sehr wohl bekannt ist, dass sie oftmals als „investor of last resort“ angesprochen wurden.

### 3.4 Maßnahmen zur besseren Integration ausländischer Investoren

In der M&A-Branche wird viel darüber diskutiert, wie es gelingt, internationalen Investoren die erfolgreiche Integration in deutsche M&A-Prozesse zu erleichtern. Die sprachliche Diskrepanz gerade im Rahmen einer Due Diligence wird etwa dadurch reduziert, dass eine Vendor Due Diligence durchgeführt oder gar wichtige Unternehmensinformationen durch den Verkäufer – zumindest ins Englische – übersetzt werden. Kulturelle Unterschiede können etwa dadurch adressiert werden, dass die Verkaufsseite gebürtige Chinesen ins eigene Team integriert.

Um langsameren Interessenten einen zeitlichen Vorsprung zu geben, wird schließlich sogar darüber nachgedacht und teilweise praktiziert, den M&A-Prozess mit diesen Interessenten früher einzuleiten. Dies ist jedoch gerade in Auktionen nicht immer zielführend, da es re-

gelmäßig zu heterogenen Milestones und Deadlines für unterschiedliche Interessenten führt, so dass eine Vergleichbarkeit von Angeboten erschwert wird. Zudem besteht etwa bei Chinesen die „Unberechenbarkeit“ insbesondere im Hinblick auf die regulatorischen Erfordernisse. Die erforderlichen Genehmigungen erfolgen jedoch – wie oben aufgezeigt – erst nach Signing, so dass die gewünschte Sicherheit auch nicht durch einen „Frühstart“ erreicht wird.

Zusammenfassend können die genannten Maßnahmen als Paket dazu führen, ausländischen Interessenten die Teilnahme am M&A-Prozess zu erleichtern und sie schneller ans Ziel zu führen.

## 4. Fazit und Ausblick

Die Welt ist zwar noch nicht flach, sie wird jedoch immer flacher. Der Anteil internationaler Käufer wird weiter steigen. Gleichzeitig wird die Professionalität und Erfahrung internationaler Käufer – vor allem aus den Emerging Countries – weiter zunehmen.

Nach vier Jahren Rezession ist Europa definitiv zurück auf dem Radar internationaler Investoren. Deutschland wird dabei weiterhin einer der aktivsten und attraktivsten Märkte in Europa bleiben. Gerade indische und chinesische Investoren werden einen noch größeren Hunger auf deutsche Assets haben. Ihre Wettbewerbsfähigkeit in Investorenprozessen wird weiter zunehmen.

Im Distressed-Bereich bietet gerade die Insolvenzrechtsreform („ESUG“) eine neue Chance für internationale Investoren. Der Ausbau des Insolvenzplans und der Eigenverwaltung, insbesondere mit Blick auf das sogenannte Schutzschirmverfahren nach 270b InsO, ist stark an das US-amerikanische „Chapter 11“ angelehnt<sup>23</sup>, so dass sich internationale, vor allem angelsächsische Investoren von Insolvenzfällen nicht mehr so „abgeschreckt“ fühlen. Dadurch wird sich ihr Anteil auch im Insolvenzbereich ausweiten. ■



**Dr. Thomas C. Sittel** ist Partner im Münchener Büro von goetzpartners CORPORATE FINANCE und verantwortet den Geschäftsbereich Distressed M&A. Er verfügt aufgrund seiner mehr als 13-jährigen Beratungserfahrung über umfangreiche Expertise bei der Strukturierung und Umsetzung von M&A-Transaktionen, insbesondere für Unternehmen in Krisen- und Insolvenzsituationen. Schwerpunktmäßig ist er in den Branchen Automotive, Maschinen- und Anlagenbau sowie Logistik- und Konsumgüter tätig. [sittel@goetzpartners.com](mailto:sittel@goetzpartners.com)

<sup>23</sup> „Chapter 11 of Title 11 of the United States Code“ ist ein Abschnitt des US Bankruptcy Code, in dem ein besonderes Reorganisationsverfahren für insolvente US-Unternehmen geregelt ist. Während des Chapter-11-Verfahrens kann ein Unternehmen seine Geschäfte unter temporärem Gerichtsschutz vor den Gläubigern weiter führen, sich reorganisieren und sanieren. Vgl. hierzu auch American Chamber of Commerce in Germany e.V., Chapter 11 – Verfahren als Vorbild für das deutsche Insolvenzrecht?, [www.amcham.de/fileadmin/user\\_upload/Policy/Corporate\\_Law/091116\\_Final\\_POP\\_Insolvenzrecht.pdf](http://www.amcham.de/fileadmin/user_upload/Policy/Corporate_Law/091116_Final_POP_Insolvenzrecht.pdf).