

# M&A REVIEW

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

www.ma-review.de

Publikationsorgan **BUNDESVERBAND  
MERGERS &  
ACQUISITIONS E.V.**

**30. Jahrgang 6/2019**

## Standpunkt

**Die Bayer-Monsanto-Lehre:  
Greife niemals in ein fallendes  
Messer**

**Bewertung und Kapitalmärkte  
Der Markenwert vor und nach  
einer M&A-Transaktion**

**International Column  
M&A-Markt Q1 2019:  
Solider Start ins Jahr**

**Strategie  
M&A im Mittelstand –  
ein entscheidungsorientiertes  
M&A-Prozessmodell in der  
praktischen Anwendung**

**Strategie  
Unternehmensentwicklung und  
externe Innovation durch M&A  
und Corporate Venturing –  
Herausforderungen und  
Lösungsansätze**

**Technologie  
Erfolgsfaktoren in M&A-Projekten  
unter Berücksichtigung von  
IT-Aspekten – Eine qualitative  
Studie**

**Deal des Monats  
Siemens will sich von  
Kraftwerksparte trennen**

1989–2019: **30 Jahre**



Bewertung und Kapitalmärkte

**Chancen für Inbound-  
M&A-Transaktionen  
in China**

**GoingPublicMedia**

AKTIENGESELLSCHAFT

Editorial	I
Arbeitszeurteil vom EuGH – Ist das wirklich zeitgemäß? Stefan Schneider	
M&A aktuell	IV
Deal des Monats Siemens will sich von Kraftwerksparte trennen	
Standpunkt	VI
Die Bayer-Monsanto-Lehre: Greife niemals in ein fallendes Messer Prof. Dr. Christoph Schalast	

# REPORTS

<b>Bewertung und Kapitalmärkte</b>	174
Chancen für Inbound-M&A-Transaktionen in China Dietmar Kusch & Eric Luo, EAC	
<b>Bewertung und Kapitalmärkte</b>	180
Der Markenwert vor und nach einer M&A-Transaktion Prof. Dr. Helmut Pernsteiner, Johannes Kepler Universität Linz, Prof. Dr. Dr. Mario Situm & Giuseppe Sorrentino, Fachhochschule Kufstein	
<b>International Column</b>	188
M&A-Markt Q1 2019: Solider Start ins Jahr Jens Maurer & Dennis Kaehler, Morgan Stanley Europe SE	
<b>Strategie</b>	196
M&A im Mittelstand – ein entscheidungsorientiertes M&A-Prozessmodell in der praktischen Anwendung Tania Wilde, Hochschule für angewandte Wissenschaften Kempten, Alexander Klaus & Micha Harzenetter, AL-KO Fahrzeugtechnik	
<b>Strategie</b>	202
Unternehmensentwicklung und externe Innovation durch M&A und Corporate Venturing – Herausforderungen und Lösungsansätze Harald Ostler, aumentoo GmbH	
<b>Technologie</b>	210
Erfolgsfaktoren in M&A-Projekten unter Berücksichtigung von IT-Aspekten – Eine qualitative Studie Stefanie Schäfers, Franziska Alhäuser, Campana & Schott GmbH & Marc Hetschger, Technische Universität Darmstadt	



Dietmar Kusch



Eric Luo

## 174 Chancen für Inbound-M&A-Transaktionen in China

Die Bewertung des chinesischen Aktienmarktes (gemessen am KGV) liegt derzeit nahe dem 20-Jahres-Tief, als befände sich die chinesische Wirtschaft in einer strukturellen Schieflage. Aber spiegelt die Börse die tatsächliche Wirtschaftslage wider? Die Autoren bewerten den chinesischen Markt auch weiterhin positiv: Der wesentliche Bewertungsmaßstab, auf den sich chinesische Unternehmer häufig beziehen – der Kapitalmarkt – wird sich in absehbarer Zeit wieder erholen. Der Unternehmensverkauf an einen strategischen Investor gilt momentan wieder als attraktive Option, kurzfristig zu monetarisieren, vor allem vor dem Hintergrund einer erschwerten Zulassung am Aktienmarkt. Zudem senkt ein schwächerer RMB die Transaktionskosten, da fast alle eingehenden Transaktionen in China in chinesischem Yuan abgewickelt, andererseits aber in anderen wichtigen Währungen wie dem Euro und USD finanziert werden.

M&A Events  
Veranstaltungen im Überblick

VIII

Personalien  
Jobwechsel, Köpfe, News

IX

Bundesverband M&A  
Aktuelles, Mitglieder, Events

X

Vorschau, Impressum

XII

Von den Besten lernen.

Jetzt anmelden – [ars.at](http://ars.at)

## International M & A

Aufbau, Klauseln, Rechts- & Haftungsfragen – Seminarsprache Englisch!

mit RA Dr. LUIKI, J.D.

am 18.06.19, Wien

## Konzerninsolvenz – Sanierung von Konzernmitgliedern

Die richtige Sanierungsstrategie festlegen!

mit RA Dr. MASCHKE | RA Dr. JAUFER

am 25.06.19, Wien

## Vertragsgestaltung im M&A-Geschäft

Minimieren von Risiken und Haftungsquellen

mit RA Dr. BARNERT, LL. M.

RA Dr. EGERMANN

am 10.10.19, Wien

## Unternehmensfortführung in der Insolvenz

Betriebswirtschaftliche & rechtliche Entscheidungsgrundlagen – inkl. EXCEL-Tool

mit RA/StB MMag. Dr. PIRINGER

StB/UB Mag. SCHÜTZINGER, CIE, CBSC

am 18.11.19, Wien

## Jahrestagung Unternehmenssanierung & -restrukturierung

... Wissens-Update für Spezialisten!

mit unseren Experten

aus der Praxis

am 05.12.19, Wien



# Chancen für Inbound-M&A-Transaktionen in China

Dietmar Kusch, Partner EAC International Consulting München & Eric Luo,  
Partner EAC Shanghai

## 1. Schwacher Aktienmarkt in China – für internationale Investoren der ideale Zeitpunkt für anorganisches Wachstum

► Die Bewertung des chinesischen Aktienmarktes (gemessen am KGV) liegt derzeit nahe dem 20-Jahres-Tief, als befände sich die chinesische Wirtschaft in einer strukturellen Schiefelage. Aber spiegelt die Börse die tatsächliche Wirtschaftslage wider? Es wird erwartet, dass das BIP-Wachstum in China in den nächsten drei Jahren bei über 6% liegen wird, was mehr als doppelt so hoch ist wie in allen anderen großen Volkswirtschaften der Welt, von denen China bereits die zweitgrößte ist.

Der Zusammenbruch der Aktienmärkte ist ein Resultat der wirtschaftlichen Unsicherheiten, zunehmend auch verstärkt durch den anhaltenden Handelskrieg mit den USA. Diese Entwicklung bietet jedoch ein ideales Zeitfenster für internationale Investoren, in China bei attraktiven Bewertungen anorganisch zu wachsen.

Ein Nebenprodukt der Anspannungen ist der schwächer werdende chinesische Yuan, da eine billigere Währung als Stoßdämpfer gegen zusätzliche US-Zölle wirken kann und dazu beiträgt, den Export zu steigern. Dies verschärft teilweise den Druck auf die Aktienmärkte, da viele ausländische Investoren versuchen, ihre Devisenrisiken zu reduzieren. Andererseits gibt ein schwächerer chinesischer Yuan einen weiteren Impuls für internationale Käufer.

Für chinesische Unternehmen gilt der Verkauf an einen strategischen Investor wieder als attraktive Option, vor allem vor dem Hintergrund einer erschwerten Zulassung zum chinesischen A-Aktienmarkt, einer langen Sperrfrist (bis zu drei Jahre nach Börsengang) und der derzeit niedrigen Bewertung.

## 2. Shanghai Stock Exchange Composite Index – A-Aktien zum Teil deutlich unterbewertet und damit attraktiver denn je

Der Shanghai Stock Exchange Composite Index (SSEC) sank von 5.166 Punkten am 12. Juni 2015 auf ein vier-

jähriges Tief von 2.486 Punkten am 18. Oktober 2018, während der Shenzhen Composite Index, der sich aus Small-Cap-Unternehmen zusammensetzt, im gleichen Zeitraum 57% der ursprünglichen Marktkapitalisierung verlor (siehe Abb. 1). Der Kapitalmarkt erholte sich seit dem zweiten Halbjahr 2017 und kletterte im Januar 2018 wieder auf 3.348 Punkte. Während der Kapitalmarkt im Oktober 2018 zwischenzeitlich seinen tiefsten Stand seit Ende 2014 erreichte, notiert er im März weiterhin auf 3.060<sup>1</sup>.

Die Bewertung börsennotierter Unternehmen ist nun sehr attraktiv, und es wird allgemein angenommen, dass einige A-Aktien deutlich unterbewertet sind. Unter Verwendung des SSEC als wichtigem Bewertungsmaßstab bewegt sich das monatliche durchschnittliche KGV wieder auf das 20-jährige Tiefstniveau zu – von Januar bis Ende 2018 sank es um 33%. Zyklische Branchen wie Baustoffe, Chemie und Investitionsgüter gehören zu den größten Verlierern (siehe Abb. 2).

In der Langfristperspektive seit 1999 ist das durchschnittliche KGV mit 15,2x (Stand 11. März 2019) derzeit sehr günstig, was sich dem 20-Jahres-Tief von 9,8x nähert und nur 21,8% des Allzeithochs von 69,6x entspricht. (siehe Abb. 3)

### 2.1 Discounted Cash Flow – nur bedingt anwendbar in einem dynamischen Markt wie China

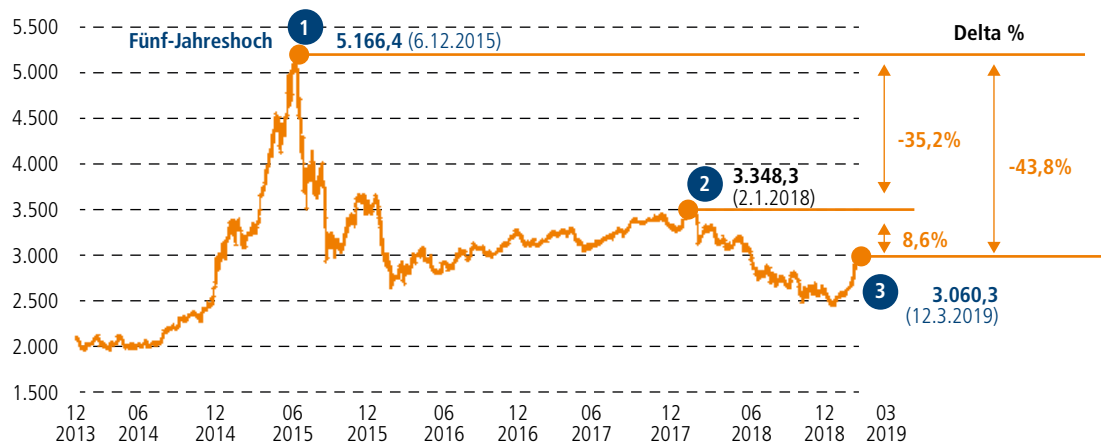
Die Kernfrage ist, wie viel Einfluss die Börsenbewertung auf Verhandlungen von M&A-Transaktionen in China haben wird. Nach unserer Einschätzung verfolgen internationale Käufer und chinesische Verkäufer in der Regel völlig unterschiedliche Ansätze bei der Bewertung eines Deals.

Ausländische Investoren bieten regelmäßig Kaufpreise an, die auf allgemein anerkannten Bewertungsmethoden (Discounted Cash Flow, Multiplikatoren vergleichbarer

<sup>1</sup> Vgl. Business Insider – „Why Chinese stock has crashed in 2018“, [www.businessinsider.de/why-chinese-stocks-have-crashed-in-2018-2018-10?r=US&IR=T](http://www.businessinsider.de/why-chinese-stocks-have-crashed-in-2018-2018-10?r=US&IR=T), abgerufen am 13.5.2019

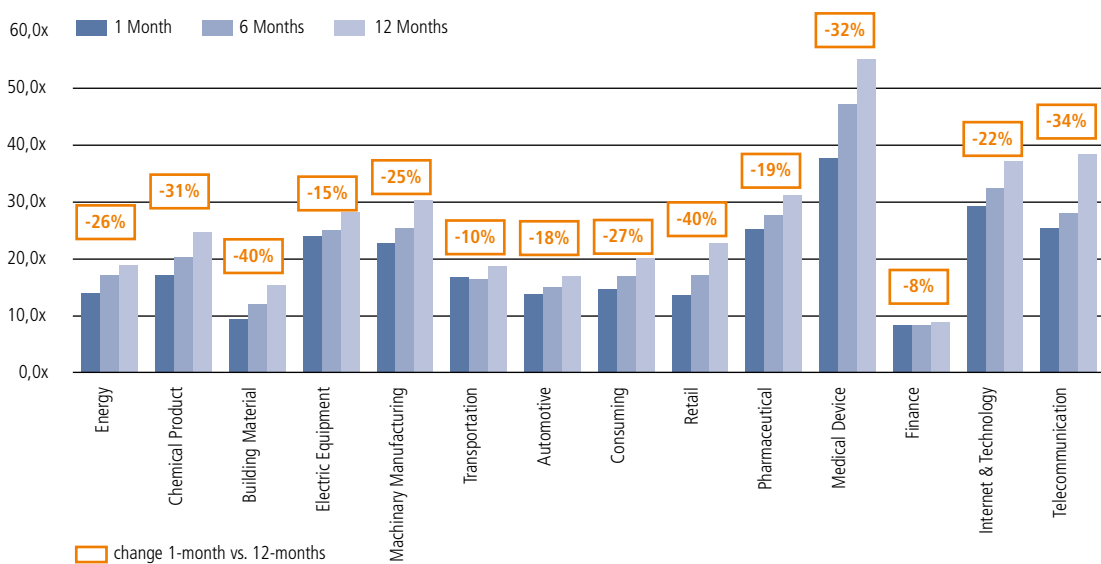
**Abb. 1 • Shanghai Stock Exchange Composite Index**

Quelle: Shanghai Stock Exchange Data



**Abb. 2 • KGV-Durchschnitt Kernindustrien (3, 6 und 12 Monate)**

Quelle: China Securities Index



**Abb. 3 • Shanghai Stock Exchange monatlicher KGV-Durchschnitt (1999–2019)**

Quelle: Shanghai Stock Exchange Data

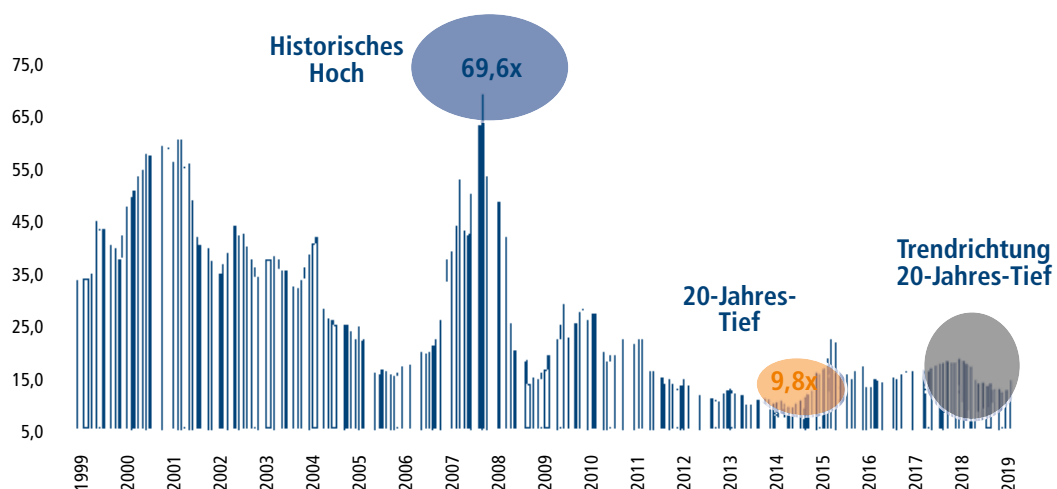
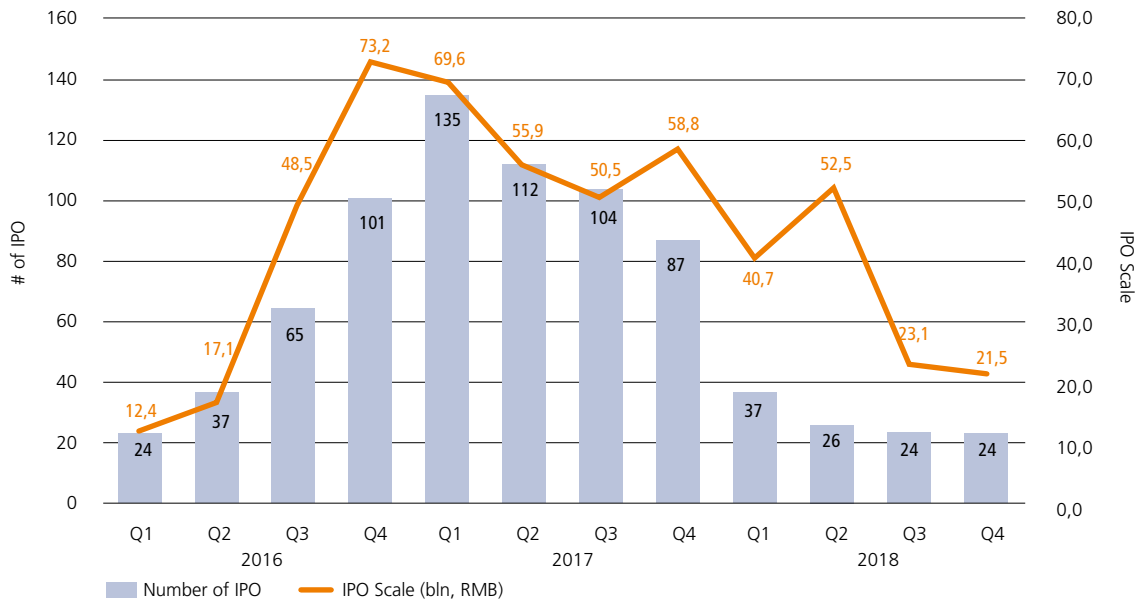


Abb. 4 • Anzahl der IPOs und IPO Scale in Chinas Kapitalmarkt

Quelle: CSRC Statistik



Unternehmen, Präzedenzfälle usw.) basieren, ohne die „chinesischen Faktoren“ zu berücksichtigen.

Meist ist DCF nur eingeschränkt anwendbar: Die Prognose eines chinesischen Geschäfts über drei bis fünf Jahre hinaus ist nur eine Vermutung, wenn man bedenkt, wie dynamisch der chinesische Markt ist und wie schnell sich Unternehmen entwickeln können. Darüber hinaus ist das Fehlen interner Planungs- und Budgetierungsprozesse bei chinesischen Unternehmen insbesondere in traditionellen Branchen so weit verbreitet, dass eine zukunftsorientierte Planung weiter deutlich erschwert wird. Die cashflowbasierte Bewertungsmethode neigt ebenfalls von Natur aus dazu, chinesische Unternehmen mit oft überproportional großem Anlagevermögen im Vergleich zu ihren westlichen Counterparts zu unterbewerten.

In einigen Fällen neigen Käufer dazu, verschiedene Risikoprämien, gerechtfertigt oder nicht, in den Diskontierungsfaktor einzubeziehen, wodurch Transaktionen für die Verkäufer auf dem Papier im allgemeinen unattraktiv erscheinen.

Vergleichsorientierte Bewertungsmethoden spiegeln in vielen Fällen nicht den eigentlichen Wert wider. Hauptgründe hierfür können sein:

- Fehlende Transparenz bei den Bewertungsinformationen über vorangegangene Transaktionen in China
- Eine komplizierte Deal-Struktur, die den Kaufpreis weitgehend beeinflusst

- Übermäßig starker Einfluss von Handelsmultiplikatoren vergleichbarer Unternehmen

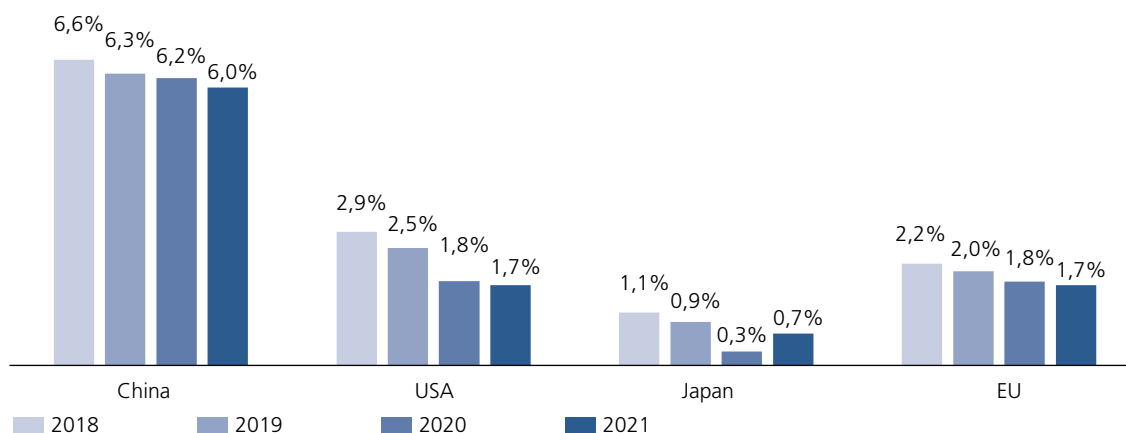
## 2.2 Im Deal die gleiche Sprache sprechen – chinesische Unternehmer setzen auf Bauchgefühl statt auf klassische Bewertungsmethoden

Es gibt ein berühmtes Sprichwort von Sun Tzu, einem der größten Militärstrategen Chinas: „Wenn du deine Feinde kennst und dich selbst kennst, wirst du nicht in hundert Schlachten verwickelt sein“. In der Praxis verstehen viele chinesische Unternehmer jedoch nicht die Fachbegriffe, die mit traditionellen Bewertungsmethoden einhergehen, geschweige denn ein komplexes DCF-Modell. Das bedeutet jedoch nicht, dass sie über keine eigenen Mittel verfügen, ihr eigenes Unternehmen zu bewerten. Um nur ein Beispiel zu nennen: Viele chinesische Unternehmen der „old economy“ mit hohem Anlagevermögen (insbesondere Landnutzungsrechte und Immobilien) tendieren dazu, das Unternehmen zusätzlich – und nicht nur alternativ – zur Vergleichswertmethode mit ihrem Nettovermögen zu bewerten (vgl. Substanzwertmethode). Daher ist es bei der Gesamtbewertung entscheidend, überzeugende Argumente zu entwickeln und im Rahmen des Deals die gleiche Sprache zu sprechen.

Bei den meisten Transaktionen in China spielt die DCF-Methode für internationale Käufer lediglich die Rolle der „internen Rechtfertigung“. Chinesische Unternehmer vertrauen ihrem Bauchgefühl oder beziehen sich stark auf die Bewertung ihres Handels mit vergleichbaren A-Aktien.

**Abb. 5 • BIP-Wachstumsrate (China, USA, Japan & EU)**

Quelle: Statista GDP pro Land

**2.3 Börsengang gilt nicht mehr als bevorzugtes Exit-Modell in China**

Der Status von börsennotierten Unternehmen in China bringt in der Regel einen erheblichen Preisaufschlag mit sich, da ihr Finanz- und Rechnungswesen transparenter ist und sie stark durch die CSRC reguliert sind (hier gilt ein strenges IPO-Prüf- und Genehmigungsverfahren). Gleichzeitig profitieren börsennotierte Unternehmen unter anderem von höherer Glaubwürdigkeit, Markenbekanntheit, Reputation und besserem Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten.

Beim Kauf von Privatunternehmen in China ist es für die Eigentümer im allgemeinen akzeptabel, Risikoprämien sowie Liquiditätsabschläge verglichen mit börsennotierten Unternehmen zu akzeptieren.

Es ist in China nicht ungewöhnlich, dass viele Unternehmer den Börsengang aufgrund historisch höherer Bewertungen als bevorzugtes Exit-Modell betrachten. Seit Ende 2017 hat die steigende Ablehnungsrate geplanter Börsengänge in Verbindung mit niedrigeren Bewertungen und einem zeitaufwendigen Prozess die Attraktivität dieser Option deutlich verringert. Basierend auf der CSRC-Statistik wurden in 2018 nur 111 Unternehmen für den Börsengang zugelassen, was der Gesamtzahl der IPO-Genehmigungen allein im zweiten Quartal 2017 entspricht (siehe Abb. 4).

Es gibt keine Anzeichen, dass die CSRC beabsichtigt, das Genehmigungsverfahren im ersten Halbjahr 2019 zu beschleunigen. Im Gegensatz dazu ist es wahrscheinlicher, dass CSRC den Börsengang einschränkt, um die Angebotsseite der Gleichung zu kontrollieren. Diese konservative Stimmung überschattet den Kapitalmarkt; insbesondere wenn sich die rückläufige Marktentwicklung fortsetzt, könnte die CSRC wie schon mehrfach zuvor den Genehmigungsprozess sogar erneut aussetzen.

Die andere tragfähige Alternative, die sich vor allem VC/PE-investierten Unternehmen bietet, ist eben gerade der Verkauf an einen internationalen strategischen Investor – vorausgesetzt, die aktuelle Situation am Kapitalmarkt und die Genehmigungsrate für Börsengänge halten weiter an.

**2.4 Kein Grund zum Pessimismus – der chinesische BIP wird sich in den nächsten Jahren auf einem Niveau von über 6% bewegen**

Kontinuierliches Wirtschaftswachstum in China – das jahrzehntelange Blockbuster-Wachstum, das China geprägt hat – wird nicht ewig anhalten und die Phase der Abschwächung ist bereits offensichtlich<sup>2</sup>. Es ist jedoch viel zu früh für das Fazit, die chinesische Wirtschaft stecke in großen Schwierigkeiten. Selbst in der „Schwächephase“ ist das chinesische BIP im vierten Quartal 2018 um 6,4% gewachsen und dürfte in den nächsten drei Jahren auf einem Niveau von über 6% bleiben, und ist damit mehr als doppelt so hoch wie bei allen anderen großen Volkswirtschaften (siehe Grafik 5). Daher ist eine übermäßig pessimistische Einschätzung ungerechtfertigt, und wir glauben, dass die langfristige Wachstumsgeschichte Chinas anhalten wird.

Hat der Markt auf den schwelenden Handelskrieg überreagiert? Auch wenn es ein Fakt ist, dass der Handelskrieg sicherlich negative Auswirkungen auf die chinesischen Exporte haben wird, schätzen Ökonomen, dass das chinesische Wachstum aufgrund der angekündigten Zollerhöhungen nur um bis zu 0,5% gebremst wird. Obwohl die Unsicherheit darüber bestehen bleibt, wie lange der Handelsstreit andauern wird und ob ein Auflockern oder eine Eskalation bevorstehen, haben China und die USA bereits einen 90-tägigen Waffenstillstand im Handelskonflikt nach dem G20-Gipfel vereinbart und diesen bereits verlängert. Peking ►

<sup>2</sup> Financial Times – „China's slowing economic growth not be a concern“, [www.ft.com/stream/702f492c-6939-4e13-a1bd-70bcdba7aa80](http://www.ft.com/stream/702f492c-6939-4e13-a1bd-70bcdba7aa80), abgerufen am 13.5.2019



und Washington werden darüber hinaus auch versuchen, Fortschritte zu erzielen, um letztendlich zu einer Vereinbarung zu kommen.

## 2.5 Ein günstiger Yuan soll als „Stoßdämpfer“ gegen US-Zölle eingesetzt werden und den Export fördern

Der Kurs des chinesischen Yuan war von Mitte April bis Mitte Juni 2018 relativ stabil, begann im zweiten Halbjahr 2018 stark zu sinken und lag am 31. Oktober 2018 nahe dem entscheidenden psychologischen Niveau von 7,0 zum USD, tendiert zum 11. März 2019 wieder auf 6,72. Es ist wahrscheinlich, dass die chinesische Zentralbank (PBoC) eine billigere Währung in Kauf nehmen wird, damit diese als Stoßdämpfer gegen die US-Zölle fungiert und zur Exportförderung beiträgt. Darüber hinaus wird sich die schwache Position des chinesischen Yuan gegenüber dem USD beziehungsweise dem EUR kurz- bis mittelfristig substantiell nicht verändern, aufgrund folgender Faktoren<sup>3</sup>:

- Die Erwartung einer US-Zinserhöhung wird voraussichtlich den Kapitalabfluss aus China erhöhen (eine strengere Abflusskontrolle in China ist vorhanden) und zu einem stärkeren Gegenwind für China führen.
- Darüber hinaus glauben wir, dass Peking sehr wahrscheinlich eine „neutrale“ Geldpolitik wählen wird, und sich somit in erster Linie auf die Fiskalpolitik zur Stimulierung der Wirtschaft stützen wird, zum Beispiel durch die Senkung der individuellen Einkommenssteuer und der Mehrwertsteuer. Im Bereich der Geldpolitik halten wir es für möglich, dass die Chinesische Zentralbank den Leitzins erhöht, was im allgemeinen Druck auf die RMB-Aufwertung ausübt<sup>4</sup>.
- Andererseits setzt sich die Chinesische Zentralbank stark für den Schuldenabbau ein und für eine Reduzierung der volkswirtschaftlichen Gesamtrisiken, was kurz- bis mittelfristig wenig Möglichkeiten und Impulse für Kreditexpansionen bietet.
- Außerdem unterstützt die steigende US-Treasury-Rate und Inflationserwartung eine Stärkung des chinesischen Yuan selbst dann nicht, wenn die Absicht der chinesischen Regierung, Exporte zu fördern, berücksichtigt wird.

## 3. Empfehlung für westliche Investoren: Den chinesischen M&A-Markt genau beobachten und lokale Akquisitionen forcieren

Unser Fazit: Der wesentliche Bewertungsmaßstab, auf den sich chinesische Unternehmer häufig beziehen – der Kapitalmarkt – wird sich in absehbarer Zeit wieder erholen. Der Unternehmensverkauf an einen strategischen Investor gilt momentan wieder als attraktive Option, kurzfristig zu monetarisieren, vor allem vor dem Hintergrund einer erschwerten Zulassung am Aktienmarkt. Zudem senkt ein schwächerer RMB die Transaktionskosten, da fast alle eingehenden Transaktionen in China in chinesischem Yuan abgewickelt, andererseits aber in anderen wichtigen Währungen wie dem Euro und USD finanziert werden.

Zusammenfassend bewerten wir den chinesischen Markt auch weiterhin positiv:

- China ist weltweit die zweitgrößte Volkswirtschaft mit mittelfristigen Wachstumsraten um 6% und attraktiven lokalen Marktpotenzialen.
- Die Regierung verfolgt eine nachhaltige und systematische Wirtschaftsplanung sowie eine konsequente Umsetzung der geplanten Maßnahmen auf Zentral- und Provinzebene, inklusive des strategischen Seidenstraßen-Projektes.
- China öffnet sich weiterhin gegenüber ausländischen Investoren: Im März 2019 wurde ein neues Gesetz für Auslandsinvestitionen eingeführt.
- Eine anhaltende Modernisierung der lokalen Industrie und zunehmende Innovationsfähigkeit lokaler Unternehmen u.a. im Rahmen des „Made in China 2025“-Programms sind positive Signale.

Vor diesem Hintergrund und im Rahmen der aktuellen Wirtschafts- und Kapitalmarktlage würden wir internationalen Investoren empfehlen, das M&A-Marktumfeld sorgfältig zu beobachten und das China-Geschäft durch lokale Akquisitionen gezielt zu forcieren. ■



**Dietmar Kusch**, Gründungspartner von EAC International Consulting und **Eric Luo**, Partner und M&A-Experte bei EAC Shanghai haben sich auf Projekte im Rahmen von M&A-Transaktionen in China spezialisiert. EAC International Consulting zählt mit Standorten in München, Shanghai, Mumbai und Moskau seit 25 Jahren zu den führenden Managementberatungen für Internationalisierungs-Strategien in Wachstumsmärkten. dietmar.kusch@eac-consulting.de, eric.luo@eac-consulting.de

<sup>3</sup> AsiaTimes.com – „No room for significant RMB depreciation“, [www.asiatimes.com/2018/10/article/no-room-for-significant-rmb-depreciation-analysts/](http://www.asiatimes.com/2018/10/article/no-room-for-significant-rmb-depreciation-analysts/), abgerufen am 13.5.2019

<sup>4</sup> Bloomberg – „China's evolving toolkit to manage monetary policy“, [www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-14/china-s-evolving-toolkit-to-manage-monetary-policy-quicktake](http://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-14/china-s-evolving-toolkit-to-manage-monetary-policy-quicktake), abgerufen am 13.5.2019