

Finanzplatz Deutschland in Bewegung

Nach der Übernahme der HypoVereinsbank (HVB) durch den italienischen UniCredit werden bei den beiden verbleibenden noch eigenständigen deutschen Großbanken, Deutsche Bank und Commerzbank, immer wieder mögliche Fusionsmöglichkeiten angedacht. Deutsche Großbanken sind derzeit kaum in der Lage, selbstständig Fusionen anzustoßen, um zu einer führenden europäischen Bank aufzusteigen. Das verhindert ihr im europäischen Vergleich bescheidener Börsenwert, denn nur entsprechend hoch bewertete eigene Aktien eignen sich als attraktive Akquisitionswährung. Die Etablierung nationaler Champions wird daher im Bankensektor immer schwieriger.

Deutscher Bankensektor in der Defensive

Die Situation der deutschen Großbanken hat vor allem zwei Gründe. So sind deutsche Banken zum einen nur wenig rentabel. Für das Jahr 2004 ergeben sich beispielsweise Eigenkapitalrenditen der Dresdner Bank von 0,2 Prozent, der Commerzbank von 4,0 Prozent und der HVB sogar von -19,8 Prozent. Einzig die Deutsche Bank erreicht 9,5 Prozent. Im internationalen Vergleich erzielen Banken wie die HSBC oder Banco Santander Eigenkapitalrenditen von mehr als 20 Prozent. Zum anderen ist die Struktur der deutschen Bankenlandschaft zu nennen, die durch ein Drei-Säulen-System aus Privatbanken, öffentlich-rechtlichen Banken und Genossenschaftsbanken gekennzeichnet ist. Hier verfügen die öffentlich-rechtlichen wie auch die genossenschaftlichen Institute über respekta-

ble Marktanteile, die den Privatbanken fehlen. Allerdings ist der Marktanteil nicht unbedingt ausschlaggebend für die Rentabilität, wie das Beispiel der Citibank Privatkunden zeigt. Insgesamt scheinen die meisten Probleme also hausgemacht zu sein.

Für die nahe Zukunft zeichnen sich vor allem zwei Entwicklungen ab:

- So haben erstens die Ereignisse auf dem italienischen Bankenmarkt klargemacht, dass die Konsolidierung in Europa weiter gehen wird. Zwar scheiterte die spanische BBVA am einheimischen Widerstand gegen einen Kauf der Banca Nazionale del Lavoro. Die niederländische ABN Amro konnte sich jedoch in einem spektakulären Übernahmekampf um die Banca Antonveneta schließlich durchsetzen. BBVA steht nun, wie auch Banco Santander, BNP Paribas oder Société Générale, weiterhin als Käufer bereit. Darüber hinaus rechnet die Investmentbank Merrill Lynch damit, dass in zwei Jahren amerikanische Großbanken wie Citigroup oder JP Morgan Chase aggressiv nach Europa drängen werden.
- Zweitens lässt sich die zunehmende Durchlässigkeit zwischen den drei Säulen in Deutschland nennen. Mittlerweile bröckelt die Front aus Betroffenen und Politikern gegen eine Beteiligung der Privatbanken an Sparkassen, Landes- und Genossenschaftsbanken. So könnte das Land Nord-

Die größten Banken im europäischen Vergleich

Rang	Bank	Börsenwert (Mrd. Euro)
1	HSBC (GB)	151
2	Royal Bank of Scotland (GB)	74
3	UBS (CH)	73
4	Banco Santander (ES)	65
5	Barclays (GB)	54
6	BNP Paribas (F)	53
7	ING (NL)	52
8	HBOS (GB)	49
9	BBVA (ES)	47
10	Credit Suisse (CH)	42
11	Deutsche Bank (DE)	41
12	Société Générale (F)	40
13	Lloyds TSB (GB)	38
14	ABN Amro (NL)	37
15	Crédit Agricole (F)	35
16	Fortis (BE)	31
17	Unicredit (IT)	29
24	HypoVereinsbank (DE)	17
29	Commerzbank (DE)	13

Quelle: BANKSCOPE-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing, Stand: September 2005

rhein-Westfalen seinen Anteil an der WestLB an eine private Bank veräußern. In umgekehrter Richtung ist die Landesbank Baden-Württemberg offenbar an einer Übernahme der Privatbank Trinkaus & Burkhardt vom englischen Mutterkonzern HSBC interessiert. Gerade die Landesbanken müssen sich nach dem Wegfall der Gewährträgerhaftung neue Strategien der Marktbearbeitung einfallen lassen. Doch auch innerhalb der Säulen setzt sich die Konsolidierung fort, beispielsweise mit dem Kauf der Frankfurter Sparkasse durch die Landesbank Hessen-Thüringen.

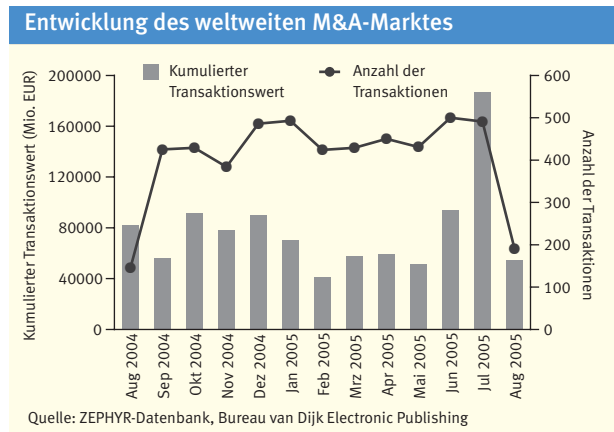
Dr. Christoph Grimpe

Transaktionsentwicklung und Branchenfokus

Entwicklung des weltweiten M&A-Marktes

Nach einer Phase geringer Transaktionsaktivitäten von Februar bis Mai 2005 belebte sich der M&A-Markt im Juni und Juli deutlich. So wurde mit mehr als 500 größeren Transaktionen weltweit und einem kumulierten Transaktionswert von knapp 190 Milliarden Euro auf Sicht von 12 Monaten ein neuer Höhepunkt erreicht. Gerade in den Juli fällt eine Reihe großer Transaktionen, zu denen die Verschmelzung von Royal Dutch und Shell Transport & Trading zur neuen Royal Dutch Shell, die Akquisition von Amena Movil durch France Télécom oder auch die Akquisition der südafrikanischen Bank Absa durch Barclays zählten. Im August kam es, bedingt durch die Jahreszeit, zu einer Abnahme der Transaktionszahlen und -volumina. Allerdings deutet vieles darauf hin, dass sich der M&A-Markt in den verbleibenden Monaten des Jahres 2005 wieder kräftig beleben wird.

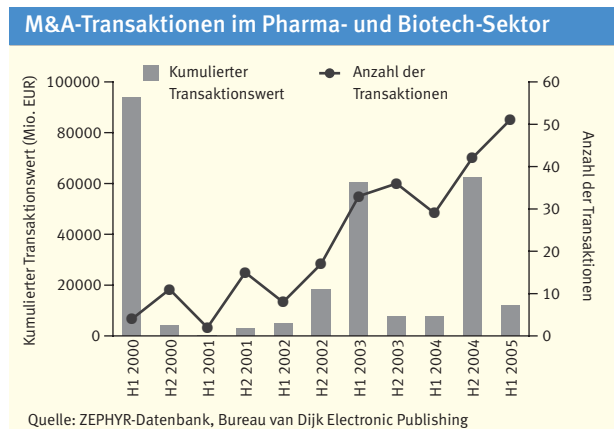
Oliver Heneric



M&A-Transaktionen im Pharma- und Biotech-Sektor

Seit Ende 2000 hat im Pharma- und Biotech-Sektor weltweit die Transaktionsaktivität zugenommen. Allerdings erreichte der kumulierte Transaktionswert nur im ersten Halbjahr 2003 und im zweiten Halbjahr 2004 eine nennenswerte Höhe, verursacht durch die Akquisition von Pharmacia durch Pfizer (2003) und Aventis durch Sanofi-Synthelabo (2004). Mit zwei großen Transaktionen machte Novartis auf sich aufmerksam. Im Juli übernahm das schweizerische Pharmaunternehmen den Generika-Hersteller Hexal für 5,6 Milliarden Euro. Zudem peilt Novartis die Übernahme des Diagnostikherstellers Chiron im Wert von ca. 4,5 Milliarden Euro an. Daneben scheinen verstärkt ausländische Pharmaunternehmen auf den deutschen Markt zu drängen. So wird dem größten indischen Unternehmen Ranbaxy Interesse an Medigene oder Evotec nachgesagt.

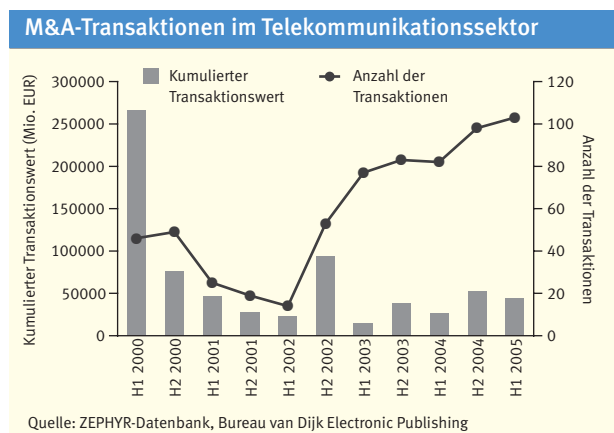
Oliver Heneric



M&A-Transaktionen im Telekommunikationssektor

Der Telekommunikationssektor ist weltweit seit dem zweiten Halbjahr 2002 durch steigende Transaktionsaktivität gekennzeichnet. Mit mehr als 28 Milliarden Euro stach im August 2005 insbesondere die Akquisition von Nextel Communications durch Sprint heraus. In Europa sicherte sich im Juli 2005 France Télécom einen 80-Prozent-Anteil am spanischen Mobilfunkunternehmen Amena Movil für 6,4 Milliarden Euro, das im Anschluss in Orange España umbenannt werden soll. Damit gelingt France Télécom der Eintritt in den spanischen Markt. Weiterhin bleibt die Deutsche Telekom auch nach Abbruch der Gespräche am britischen Mobilfunkanbieter O2 interessiert. Aus kartellrechtlichen Gründen müsste sie allerdings die deutsche Landesgesellschaft von O2 veräußern. Hier zeigt sich die niederländische KPN interessiert, die in Deutschland bereits E-Plus betreibt.

Oliver Heneric



Geschäft der Investmentbanken und Private Equity-Firmen belebt sich

Das Geschäft der Investmentbanken in den vergangenen sechs Monaten war im Wesentlichen von der Fusion Sprint und Nextel Communications gekennzeichnet. Gleich fünf der Top Ten Institute, darunter Citigroup, JP Morgan, Goldman Sachs, Lehman Brothers und Lazard, waren an der Transaktion beteiligt. Citigroup konnte sich zudem mit 104 Transaktionen und einem kumulierten Trans-

aktionswert von mehr als 148 Milliarden Euro an der Spitze des Rankings der Investmentbanken behaupten. Private Equity-Firmen konnten weltweit in den vergangenen sechs Monaten über 4.000 Transaktionen verzeichnen. An der Spitze des Rankings steht die renommierte Kohlberg Kravis Roberts & Company (KKR), die durch die Übernahmen des „Grüner Punkt“-Müllsystems, MTU oder

Auto-Teile-Unger auch in Deutschland von sich Reden gemacht hat. Gefolgt wird KKR von Bain Capital, die mit 15 abgeschlossenen Transaktionen die mit Abstand meisten Projekte erfolgreich abschließen konnten, allerdings mit einem wesentlichen geringeren durchschnittlichen Transaktionswert, der nur bei etwas mehr als einer Milliarde Euro lag. *Oliver Heneric*

Ranking der Investmentbanken

Rang	Investmentbank	Anzahl der Transaktionen	Transaktionswert (Tsd. EUR)
1	Citigroup Inc.	104	148.674.275
2	JP Morgan	101	141.672.787
3	Deutsche Bank	44	138.480.331
4	Goldman Sachs	78	132.473.276
5	Credit Suisse First Boston Corporation	95	96.221.474
6	Lehman Brothers	51	91.959.828
7	Morgan Stanley	60	91.815.256
8	ABN Amro	63	85.964.606
9	Lazard	74	79.390.146
10	UBS	95	62.344.191
	Andere	2.275	513.093.956
	Gesamt	3.040	1.582.090.125

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing

Ranking der Private Equity-Firmen

Rang	Unternehmen	Anzahl der Transaktionen	Transaktionswert (Tsd. EUR)
1	Kohlberg Kravis Roberts & Comp.	3	16.584.460
2	Bain Capital Inc.	15	16.150.185
3	Texas Pacific Group Inc.	7	15.371.732
4	Providence Equity Partners Inc.	5	14.885.012
5	Goldman Sachs Capital Partners	5	14.158.655
6	Blackstone Group LP, The	6	12.744.980
7	Silver Lake Partners LP	1	9.146.220
8	Ontario Teachers Pension Plan Board, The	8	8.931.542
9	Terra Firma Capital Partners Ltd	2	7.128.961
10	Vornado Realty Trust	1	5.421.240
	Andere	4.252	148.226.260
	Gesamt	4.305	268.749.246

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing

Welchen Wert haben Übernahmegerüchte?

Im Rahmen einer positiven Entwicklung der globalen M&A-Transaktion treten auch verstärkt Übernahmephantasien am deutschen Bankensektor auf, die insbesondere die Commerzbank betreffen. Ihr wird bereits seit vielen Jahren nachgesagt, kurz vor der Übernahme durch ein anderes Finanzinstitut zu stehen. Nur wurde aus allen Ankündigungen bislang keine konkrete Offerte. Allen Übernahmespekulationen ist jedoch gemeinsam, dass sie mit teils erheblichen Kursaufschlägen für das Zielunternehmen einhergehen. Dahinter steht die Hoffnung der Anleger auf eine möglichst hohe Prämie auf den Börsenkurs, die der

Käufer zahlt, um die Mehrheit der Aktien zu erlangen.

Übernahmekämpfe zahlen sich aus

Eindrucksvolles Beispiel ist die Übernahme der deutschen Mannesmann durch die britische Vodafone AirTouch. So ließ sich Vodafone von Mitte November 1999 bis Februar 2000 auf einen knapp dreimonatigen Übernahmekampf ein, in dessen Verlauf das Angebot deutlich nachgebessert werden musste. Die „bid premium“, das heißt die Differenz zwischen tatsächlich gezahltem Preis und Kurs der Mannesmann-Aktie am Tag

vor Bekanntwerden der Übernahmegerüchte, betrug 89 Prozent.

Doch auch ohne konkretes Übernahmeangebot steigen die Kurse oft erheblich. So gewann vor allem die Aktie der Commerzbank im vergangenen Jahr etwa 60 Prozent an Wert. Um von solchen Entwicklungen zu profitieren, hat die Investmentbank HSBC Trinkaus & Burkardt unlängst ein Aktien-Basketzertifikat aufgelegt, das Werte mit besonderer Übernahmephantasie enthält, darunter Beiersdorf, KarstadtQuelle, MAN oder TUI. Allerdings ist es dem Zertifikat mit einer Wertentwicklung von etwa 4 Prozent in den ersten beiden Monaten nach

Auflage bislang nicht gelungen, den DAX (+ 6,6 Prozent) zu schlagen.

Für die Commerzbank wie für eine Vielzahl anderer Unternehmen gibt es eine Vielzahl an Übernahmegerüchten. Andere Transaktionen, wie beispielsweise die von America Online und Time Warner oder Pfizer und Pharmacia, werden überraschend angekündigt. Es stellt sich daher die Frage, ob sich bestimmte Zusammenhänge oder Muster empirisch nachweisen lassen, die Aufschluss über die Zeitspanne zwischen dem Aufkommen eines Übernahmegerüchtes und der tatsächlichen Ankündigung einer Transaktion bieten.

Regionale Effekte

So könnte man zum einen regionale Effekte vermuten: Während Transaktionen in den USA sehr viel schneller zustande kommen, zeigen sich möglicherweise europäische Unternehmen – bedingt durch kulturelle oder regulatorische Aspekte – eher zögerlich. Zum zweiten kommen zeitliche Effekte in Betracht: Zum Höhepunkt des weltweiten Börsenbooms und der Dot.com-Welle von 1997 bis 2000 könnten angedachte Transaktionen schneller umgesetzt worden sein als davor oder danach, weil in diesem Zeitraum aufgrund der hoch bewerteten Aktien auch eine entsprechend attraktive Akquisitionswährung bereit stand. Drittens könnte auch die Größe der Transaktion eine Rolle spielen. So ist einerseits denkbar, dass große Merger professionell vorbereitet werden und dementsprechend kaum Informationen vor der offiziellen Ankündigung nach außen dringen. Andererseits bieten gerade große Transaktionen verstärkt Anlass zu Spekulation. Schließlich sind auch Brancheneffekte

denkbar, sie sind aber eher unwahrscheinlich. Im Anschluss stellt sich die Frage, inwieweit die Zeitspanne zwischen Gerücht und Ankündigung tatsächlich mit der „bid premium“ zusammenhängt. Auf das Beispiel der Commerzbank bezogen, wäre zu erwarten, dass sich eine längere Zeitspanne auch in einer höheren Prämie niederschlägt. Existiert ein solcher Zusammenhang, könnten Anleger gezielter viel versprechende Übernahmekandidaten identifizieren.

Das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) hat in einer Studie diese Fragen auf Basis der M&A-Datenbank ZEPHYR von Bureau van Dijk Electronic Publishing untersucht. Insgesamt wurden 8.627 M&A-Transaktionen betrachtet, die von 1997 bis 2003 abgeschlossen wurden, bei denen Käufer- und Zielunternehmen in Nordamerika, Europa und Asien ansässig waren, bei denen das Käuferunternehmen nach Abschluss der Transaktionen einen Anteil von mindestens 51 Prozent hielt und die einen Mindestwert von einer Million Euro besaßen. Die Ergebnisse zeigen, dass nur für 1.180 der 8.627 Transaktionen (13,7 Prozent) Übernahmegerüchte vor dem Tag der Ankündigung existieren. Im Mittel verstreichen bei diesen Transaktionen 213 Tage vom ersten Gerücht bis zur Ankündigung mit einem Maximum von knapp vier Jahren.

Gerüchte vom Börsenklima abhängig

Zwischen Transaktionen mit europäischen, amerikanischen und asiatischen Käuferunternehmen bestehen signifikante Unterschiede: Während bei ersten 133 Tage vergehen, sind es bei letzteren nur 96 bzw. 102 Tage. Offenbar be-

stätigen sich hier die Vermutungen. Auch in zeitlicher Hinsicht weichen die Zahlen signifikant voneinander ab: Pendelt die Zeitspanne bei Transaktionen mit aufkommenden Gerüchten in den Jahren von 1997 bis 2000 noch bei etwa 100 Tagen, sind es im Jahr 2001, also nach dem Börsencrash, 229 Tage. In der Folge geht die Zeitspanne in den Jahren 2002 und 2003 auf 124 bzw. 65 Tage rapide zurück. Offensichtlich musste eine Vielzahl im Börsenfieber geplanter Transaktionen verschoben werden, da sie sich nicht über kollabierende Aktienkurse finanzieren ließen. Das sich anschließende niedrige Bewertungsniveau ermöglichte jedoch in der Folge die rasche Umsetzung neuer Transaktionen.

Zwischen dem Transaktionswert und der Zeitspanne besteht hingegen kein Zusammenhang. Dieser Befund spiegelt die oben angesprochenen gegenläufigen Effekte wider. Ebenso wenig zeigen sich branchenspezifische Unterschiede. Schließlich kann kein Zusammenhang zwischen der Zeitspanne und der bezahlten „bid premium“ festgestellt werden, die im Mittel 37 Prozent beträgt mit einem Minimum von -81 Prozent und einem Maximum von 1.200 Prozent.

Die ZEW-Studie hat die Vermutungen im Hinblick auf regionale und zeitliche Aspekte damit weitgehend bestätigt. Das Ergebnis zum Zusammenhang zwischen Zeitspanne und „bid premium“ mag jedoch insbesondere für Anleger enttäuschend sein: Es lohnt sich nicht, bei der Suche nach potenziellen Übernahmekandidaten darauf zu schauen, wie lange sich schon Gerüchte um das Unternehmen im Markt halten. Demzufolge scheint die Commerzbank also eine Ausnahme zu sein.

Dr. Christoph Grimpe

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH



BUREAU VAN DIJK
ELECTRONIC PUBLISHING

Europas führender Anbieter
elektronischer Firmeninformationen

I M P R E S S U M

Der M&A Report wird gemeinsam vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) und Bureau van Dijk Electronic Publishing (BvDEP) erstellt. Beginnend mit dieser Ausgabe informiert er halbjährlich über aktuelle Themen und Entwicklungen weltweiter Unternehmenszusammenschlüsse auf Basis der ZEPHYR-Datenbank. ZEPHYR liefert Detailinformationen von 330.000 M&A, IPO und Private Equity Transaktionen weltweit.

Projektteam M&A Report: Dr. Christoph Grimpe (Ansprechpartner), ZEW, Telefon 0621/1235-381, Telefax -170, E-Mail grimpe@zew.de; Oliver Heneric, ZEW; Nina Krafft, BvDEP

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim
L 7, 1 · 68161 Mannheim
Telefon 0621/1235-01 · Fax 0621/1235-224
Internet: www.zew.de

Bureau van Dijk Electronic Publishing GmbH
Hanauer Landstraße 175 - 179
60314 Frankfurt am Main
Telefon 069/963 665-40 · Fax 069/963 665-50
Internet: www.bvdep.de

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2005