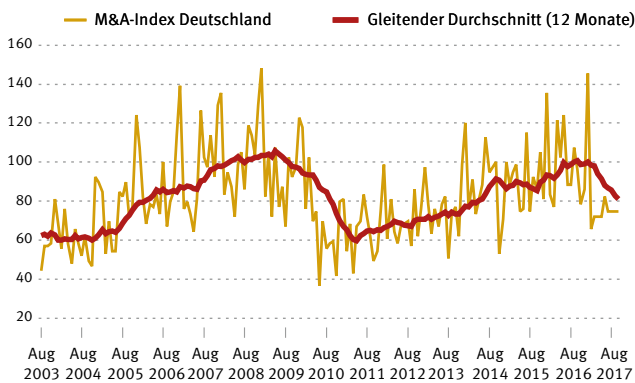


Deutscher M&A-Index deutet Trendwende an

Nach einem starken Start zum Jahresanfang 2017 sinkt die Zahl der Übernahmen und Fusionen mit deutscher Beteiligung. Diese Entwicklung zeigt sich deutlich im ZEW-ZEPHYR M&A-Index, der die Anzahl der getätigten Transaktionen bei Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A) in Deutschland widerspiegelt. War der Index im Januar 2017 mit einem Wert von 145 Punkten noch auf dem höchsten Stand seit Januar 2009,

ZEW-ZEPHYR M&A-INDEX DEUTSCHLAND



Quelle: Zephyr-Datenbank, Bureau van Dijk, Berechnung ZEW

fiel er im Jahresverlauf auf 75 Punkte im Juli 2017. Der bislang anhaltende Aufwärtstrend bei M&A mit deutschen Unternehmen ist damit ins Stocken geraten. Auch der gleitende Zwölf-Monatsdurchschnitt des Index fiel auf 87 Punkte, der niedrigste Wert seit Oktober 2015. Zudem liegt das durchschnittliche Transaktionsvolumen im laufenden Jahr deutlich unter dem Durchschnitt vergangener Jahre.

Die größte Transaktion des ersten Halbjahres war der Verkauf der SAG Gruppe, einem Energiedienstleister, vom schwedischen Finanzinvestor EQT an den französischen Spie-Konzern für 850 Millionen Euro. Trotz des sich eher abkühlenden Marktes setzte sich die Konsolidierungswelle in der Chemiebranche weiter fort. Der Essener Evonik-Konzern erwarb für gut 100 Millionen Euro den Hamburger Kosmetikhersteller Dr. Straetmans GmbH.

Die kurioseste Übernahme im vergangenen halben Jahr war die des Berliner Arzneimittelhersteller Pedanios GmbH durch den kanadischen Marihuana-Produzenten Aurora Cannabis in Höhe von knapp 14 Millionen Euro. Die Kanadier spekulieren auf eine Legalisierung des Kannabiskonsums in der EU und wollen durch den Zukauf einen Fuß in den europäischen Markt setzen.

Nach der starken Wachstumsphase in den vergangenen Jahren könnte die Abkühlung der M&A-Aktivitäten ein Frühindikator für eine Sättigungsphase der Konjunktur insgesamt sein. Nach den großen Kursgewinnen an den Börsen weltweit könnten potenzielle Übernahmeziele womöglich zu hoch bewertet sein. Dies hätte zur Folge, dass potenzielle Investoren sich mit einer Kaufentscheidung zurückhalten. Bis Anfang September 2017 war zudem nicht klar, wie die Entscheidung der Europäischen Zentralbank bezüglich der Staatsanleihekäufe ausfallen wird. Eine restriktivere Geldpolitik hätte zur Folge, dass Mittel aus den Aktienmärkten abgezogen würden, was mögliche Übernahmeziele günstiger machen würde. Diese Erwartung dämpfte zuletzt die M&A-Aktivitäten.

Niklas Dürr, niklas.duerr@zew.de

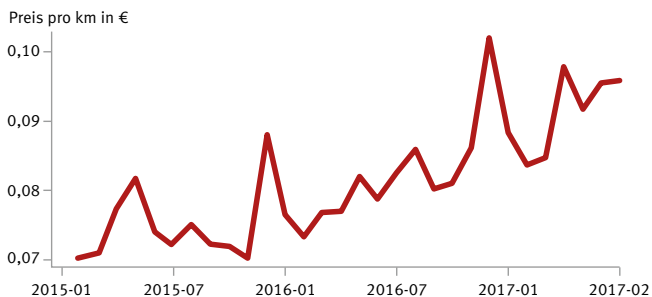
Der **ZEW-ZEPHYR M&A-Index Deutschland** berechnet sich aus der Anzahl der in Deutschland monatlich abgeschlossenen M&A-Transaktionen. In diesem Index werden ausschließlich Fusionen und Übernahmen von und mit deutschen Unternehmen berücksichtigt. Eine Differenzierung nach dem Ursprungsland des Käufers oder Partners findet nicht statt. Das bedeutet, dass sowohl inländische als auch ausländische Käuferunternehmen berücksichtigt werden, während die Zielunternehmen in Deutschland tätig sind. Der ZEW-ZEPHYR M&A-Index Deutschland wird vom ZEW und von Bureau van Dijk auf Basis der Zephyr-Datenbank erstellt. Zephyr liefert tagesaktuelle Detailinformationen zu 1,6 Millionen M&A, IPO und Private-Equity-Transaktionen sowie Gerüchten weltweit.



Preise im deutschen Fernbusmarkt steigen nach Übernahmewelle

Knapp fünf Jahre nach der Liberalisierung des deutschen Fernbusmarktes haben die durchschnittlichen Preise im Anschluss an einige Fusionen, Übernahmen und Marktaustritte deutlich angezogen. So lag der durchschnittliche Preis pro Kilometer auf innerdeutschen Fahrten bei Buchung sieben Tage vor Abfahrt im Juli 2015 bei 7,2 Cent und im Juli 2017 bei 9,6 Cent – ein Anstieg von rund 33 Prozent in nur zwei Jahren.

PREIS PRO KILOMETER IM ZEITVERLAUF
(INNERDEUTSCHE FERNBUSVERBINDUNGEN)



Die Grafik zeigt die monatlichen Durchschnittspreise pro Kilometer auf innerdeutschen Fernbusverbindungen zwischen Februar 2015 und Juli 2017 bei Buchung sieben Tage vor der Fahrt. Die Berechnung erfolgte auf Basis aller unter www.fernbusse.de verfügbaren Fahrten.

Bis zur Novellierung des Personenbeförderungsgesetzes (PBefG) zum 1. Januar 2013 waren regelmäßige Fernbusfahrten innerhalb Deutschlands nur auf einigen Routen möglich. Seit der Gesetzesänderung werden Genehmigungen für alle Strecken über 50 Kilometer erteilt. Unmittelbar nach der Liberalisierung des Fernbusmarktes entstand ein umfangreiches Liniennetz mit verschiedenen Anbietern, die Passagierzahlen wuchsen kräftig. Anfang 2015 setzte jedoch eine Konsolidierungsphase ein, aus der Flixbus als klarer Marktführer hervorging. Mittlerweile werden mehr als 95 Prozent aller Fahrten von Flixbus durchgeführt.

Die Transaktionen, auf denen die Marktführerschaft von Flixbus basiert, unterlagen mangels Erfüllung der Umsatzschwellen in Paragraph 35 des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen nicht der Fusionskontrolle durch das Bundeskartellamt. Im Falle einer Erfüllung wäre zu klären gewesen, inwiefern etwa der Bahnverkehr Teil des relevanten Marktes wäre. Dagegen gesprochen hätte die vertikale Differenzierung zwischen den schnellen und teuren Bahnangeboten und den vergleichsweise günstigen und langsamen Busreisen.

Eine genauere ZEW-Analyse hat ergeben, dass bereits vor der Marktkonsolidierung Routen mit nur einem Anbieter teurer waren als von mehreren Anbietern angebotene Routen. Nach der Fusion stiegen die Preise auf beiden Arten von Routen etwa in gleichem Umfang und insgesamt in einer Höhe, die nicht durch höhere Kosten zu erklären sein dürfte. Vielmehr könnten die Preiserhöhungen darauf hindeuten, dass Flixbus als Sieger in einem Verdrängungswettbewerb nun einen Markteintritt von konkurrierenden Anbietern auf vielen Strecken zumindest kurzfristig als unwahrscheinlich ansieht und daher mehr Spielraum für Preiserhöhungen sieht. Flixbus erwirtschaftete nach eigenen Angaben 2016 bereits in Deutschland Gewinn und wird dies 2017 auch erstmals unter Einbezug der internationalen Aktivitäten schaffen.

Eingeschränkt wird die Marktmacht von Flixbus teils nach wie vor durch Sparpreisaktionen der Deutschen Bahn. Für manche Nutzer/innen stellen sicherlich auch das eigene Auto oder Mitfahrgelegenheiten eine Alternative dar. Laut einer Aussage von Bundeskartellamtpräsident Andreas Mundt beobachtet die Behörde jedoch die Position von Flixbus als einzig verbliebenem großen deutschen Fernbusanbieter. Bei missbräuchlichem Verhalten von marktbeherrschenden Unternehmen kann das Bundeskartellamt auch unabhängig von einer Fusion einschreiten.

Stefan Frübing, stefan.fruebing@zew.de

M&A-Aktivität bei Airlines im Sinkflug

Seit der Jahrtausendwende konnten weltweit im Durchschnitt jährlich 97 M&A-Transaktionen bei Airlines beobachtet werden. Deren zeitliche Entwicklung gleicht einer typischen Flugphase: Seit Jahresbeginn 2000 zeigte sich ein langsamer, aber stetiger Anstieg, der sich von 2007 bis 2015 bei mehr als 100 Transaktionen pro Jahr halten konnte. Im vergangenen Jahr gab es jedoch nur 86 Transaktionen und somit eine rückläufige Tendenz.

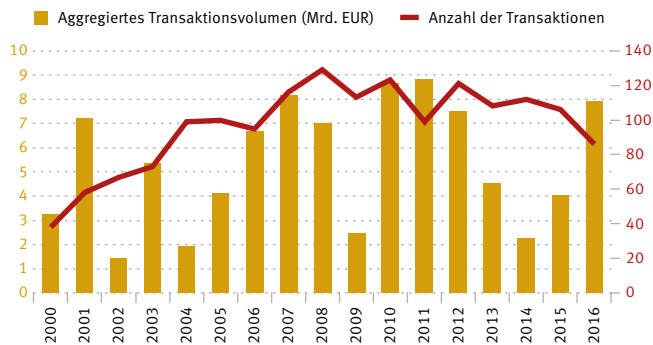
M&A im Luftverkehr haben zuletzt immer häufiger das öffentliche Interesse auf sich gezogen, insbesondere beflügelt durch den Fall der insolventen Fluggesellschaft Air Berlin. In der dazu-

gehörigen Bieterschlacht haben neben der Lufthansa auch die Airlines Easyjet und Condor (zusammen mit Niki Lauda) Interesse an Air Berlin bekundet. Deren Gebote bezogen sich aber nur auf Teile der Airline. Der frühere EnBW-Chef Utz Claassen bot hingegen 100 Millionen Euro für die komplette Fluglinie. Letztlich kommt es aber nun zu exklusiven Verkaufsverhandlungen mit Lufthansa und Easyjet. Doch auch abseits der Fluglinien gibt es entscheidende Entwicklungen bei Herstellern und Zulieferern in der Luftverkehrsbranche. So beabsichtigt United Technologies die Übernahme des Flugzeugausrusters Rockwell Col-

lins für 30 Milliarden US-Dollar. Letzterer hat selbst erst im April 2017 den Kabinenspezialisten B/E Aerospace für sechs Milliarden US-Dollar übernommen. Die Konsolidierung bei den

Flugzeugzulieferern bereitet insbesondere den Flugzeugherstellern Airbus und Boeing Sorge. Die zunehmende Verhandlungsmacht der Lieferanten wird sich auch auf die Airlines auswirken.

ANZAHL UND VOLUMEN DER M&A-TRANSAKTIONEN BEI AIRLINES WELTWEIT



Quelle: Zephyr Datenbank, Bureau van Dijk.

Bei den Transaktionsvolumen zeigt sich kein einheitliches Bild. Aufgrund geheim gehaltener Kaufpreise liegen nicht für alle Transaktionen Daten zum Volumen vor. Im Durchschnitt hatten die Transaktionen mit bekanntem Volumen der vergangenen 17 Jahre einen Wert von 150 Millionen Euro. Dies steht in einem starken Kontrast zu den Transaktionenwerten am oberen Ende. Mindestens 24 der mehr als 1.500 M&As seit dem Jahr 2000 umfassten mehr als eine Milliarde Euro. Die beiden größten Transaktionen mit bekanntem Kaufpreis waren die Übernahme von Trans World Airlines durch American Airlines für 4,7 Milliarden Euro 2001 und der Kauf von Virgin America durch Alaska Air für 3,8 Milliarden Euro 2016. Die größten M&As mit Beteiligung deutscher Airlines waren im Jahr 2006 die Übernahme von Thomas Cook durch KarstadtQuelle (800 Millionen Euro) und der Kauf von LTU durch Air Berlin 2007 (340 Millionen Euro).

Michael Hellwig, michael.hellwig@zew.de

Rendite im deutschen Baugewerbe treibt Fusionen und Übernahmen in der Branche

Seit 2011 verzeichnet das deutsche Baugewerbe ein stetiges Wachstum, hauptsächlich aufgrund steigender Infrastrukturmaßnahmen und verstärkten Wohnungsbaus. Gleichzeitig zeigt die Umsatzrentabilität im Baugewerbe nach Zahlen des Deutschen Sparkassen und Giroverbands (DSGV) eine Stagnation

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
4.7%	6.8%	5.0%	5.5%	5.8%	6.1%	6.6%	6.4%	6.7%	7.0%	6.9%

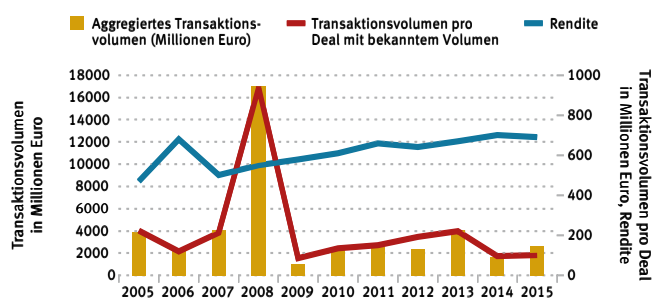
bei zirka sieben Prozent in den vergangenen Jahren (siehe Tabelle). Diese Entwicklung spiegelt sich auch in den M&A-Aktivitäten im deutschen Baugewerbe wider. Nach der Krise im Jahr 2008, mit einem stark erhöhten Transaktionsvolumen von M&As, zeigt sich in den Folgejahren ein paralleler Verlauf von Rendite und dem Transaktionsvolumen pro Deal von M&A-Aktivitäten. Mit dem Einbruch der Rendite 2012 zeigt sich ähnlich wie 2007 ein Anstieg des Transaktionsvolumens im Folgejahr.

Die blaue Linie in der Grafik zeigt den Verlauf der Rendite des deutschen Baugewerbes – mit zwei unterschiedlichen Reaktionen bei M&A. Einerseits führen moderate Steigerungen der Rendite zu einem moderaten Anstieg des Transaktionsvolumens, ein Anzeichen für externes Firmenwachstum. Andererseits reagieren die Transaktionsvolumina sprunghaft auf Renditeeinbrüche. Infolge der Einbrüche 2007 (1,8 Prozentpunkte) und 2012 (0,2 Prozentpunkte) stiegen die aggregierten Transaktionsvolumina der Branche auf Rekordwerte von mehr als 16 Milliarden

den Euro beziehungsweise vier Milliarden Euro im jeweiligen Folgejahr. 2014 und 2015 wirkte sich die Stagnation der Rendite eher dämpfend aus. Die Analyse bestätigt die Beobachtung, dass die Nachfragedynamik, insbesondere in den Erholungsphasen nach den Konjunkturereinbrüchen, sich auch in Firmenkäufe und Unternehmenszusammenschlüsse übersetzt. Eine deutliche Steigerung im Zinsniveau oder schlechtere Konjunkturerwartungen würden sich somit in Zukunft weiter dämpfend auswirken. Insbesondere bei stärkeren Einbrüchen wie 2015 ist es jedoch möglich, dass sich dieser Zusammenhang ins Gegenteil verkehrt und in größerem Umfang eine Marktkonsolidierung zur Übernahme von Firmen mit geringer Liquidität führen wird.

Dr. Dominik Schober, dominik.schober@zew.de
Dr. Oliver Woll, oliver.woll@zew.de

M&A-TRANSAKTIONEN IM DEUTSCHEN BAUGEWERBE



Quelle: Zephyr-Datenbank, Bureau van Dijk, Berechnung ZEW.