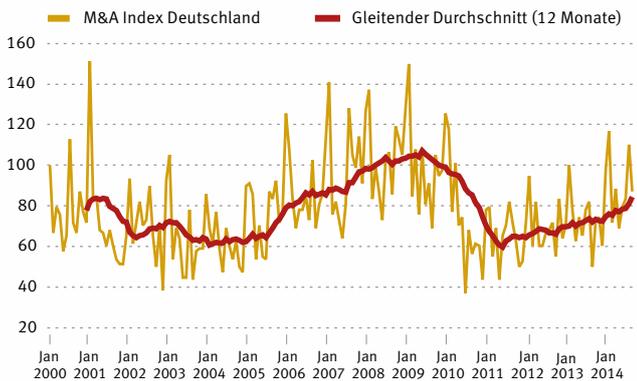


Fusionen und Übernahmen in Deutschland: M&A-Aktivitäten nehmen wieder Fahrt auf

Zuletzt war bereits ein leichter Aufwärtstrend bei Fusionen und Übernahmen mit deutscher Beteiligung (M&A) zu beobachten – und hat sich mittlerweile bestätigt: Die M&A-Aktivitäten haben zuletzt deutlich an Fahrt aufgenommen. Im August 2013 rangierte der ZEW-ZEPHYR M&A-Index noch mit 50 Punkten auf einem recht niedrigen Niveau. Nur ein Jahr später, im August 2014, stieg der Index auf einen Wert von 87,5 Punkten und liegt

zent. Ein höherer Wert wurde seit August 2010 (85 Punkte) nicht mehr beobachtet. Doch nicht nur die Anzahl der M&A-Aktivitäten nimmt zu, auch der durchschnittliche Transaktionswert pro getätigter Fusion und Übernahme steigt. Im gleitenden Durchschnitt der vergangenen zwölf Monate beträgt dieser 361 Millionen US-Dollar pro Deal. Zuletzt lag der gleitende durchschnittliche Transaktionswert im Februar 2010 mit 386 Millionen US-Dollar pro Deal über diesem Wert.

ZEW-ZEPHYR M&A INDEX DEUTSCHLAND



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

aktuell damit rund 75 Prozent höher. Obwohl einige Monate zuvor durch zahlreiche Fusionen und Übernahmen geprägt waren, schlugen sich diese Ausreißer in der Vergangenheit kaum im gleitenden Zwölf-Monatsdurchschnitt des ZEW-ZEPHYR M&A-Index nieder. Das hat sich nun geändert.

Aktuell weist der Zwölf-Monatsdurchschnitt des Index eine kontinuierlich ansteigende Tendenz auf. Im August 2014 kletterte er auf einen Wert von 84 Punkten. Verglichen mit dem Vorjahreswert entspricht das einer Steigerung von 17 Prozent. Im Verhältnis zum August 2012 beträgt der Anstieg sogar 26 Pro-

Neue Fusionswelle bahnt sich an

Die ansteigende Tendenz im Geschäft mit Fusionen und Übernahmen sowie die jüngst noch stärker zunehmende M&A-Intensität weisen gegebenenfalls auf eine sich aufbauende Fusionswelle (Merger-Wave) hin. Auch die überdurchschnittlich hohe Anzahl an Gerüchten und Ankündigungen im M&A-Markt in den vergangenen Monaten spricht dafür.

Zuletzt war eine Merger-Wave in Deutschland zwischen Mitte 2005 und Mitte 2011 beobachtet worden. Die Welle hatte ihren Höhepunkt 2008 und flachte mit Ausbruch der Finanzkrise zunehmend ab. Im April 2011 erreichten die M&A-Aktivitäten dann einen Tiefpunkt.

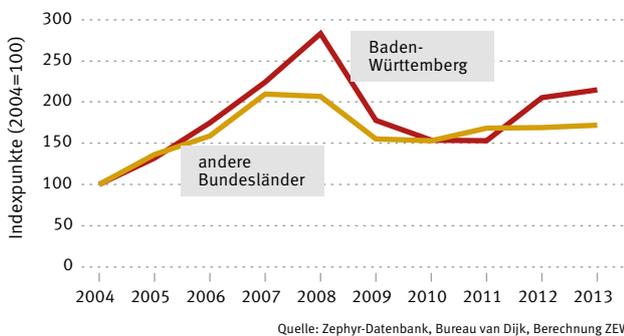
Sven Heim, heim@zew.de

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 Übernahmen und Fusionen von und mit deutschen Unternehmen berücksichtigt. Eine Differenzierung nach dem Ursprungsland des Käufers oder Partners findet nicht statt. Dies bedeutet, dass sowohl inländische als auch ausländische Käuferunternehmen berücksichtigt werden, während die Zielunternehmen in Deutschland tätig sind.

Baden-Württemberg brummt

Die M&A-Aktivitäten in Baden-Württemberg sind in den vergangenen zehn Jahren stärker gestiegen als in den restlichen Bundesländern. Im Vergleich zum Basisjahr 2004 (100 Indexpunkte) war die Anzahl der Fusionen und Übernahmen, an denen Unternehmen aus dem Südwesten beteiligt waren, 2013 um 115 Prozent höher. Für die übrigen Bundesländer beträgt der Anstieg im selben Zeitraum nur 72 Prozent.

M&A-AKTIVITÄTEN IN BADEN-WÜRTTEMBERG UND DEN ANDEREN BUNDESLÄNDERN IM VERGLEICH



Allerdings schwankt die M&A-Entwicklung in Baden-Württemberg stärker als im Rest der Republik. Die Wirtschaft im „Ländle“ erlebte ab 2004 einen regelrechten M&A-Boom, in dessen Verlauf die Aktivitäten bis 2008 um 183 Prozent anstiegen, während sich das M&A-Wachstum in Restdeutschland nur um 107 Prozent erhöhte. Im Zuge der Krise brach die Anzahl der Trans-

kationen in Baden-Württemberg überproportional ein. Vom Höchststand von 283 Indexpunkte im Jahr 2008 sank die Anzahl der Transaktionen bis 2011 auf 153 Indexpunkte und erreichte damit den niedrigsten Wert seit 2005. In den anderen Bundesländern fielen die Auswirkungen der Krise mit einem Rückgang von nur 39 Indexpunkten weniger als halb so deutlich aus. Dadurch lag der Indexwert für Baden-Württemberg 2011 erstmals unter dem Restdeutschlands. Gegenwärtig zeichnet sich eine erneute Trendwende ab. So kletterten die M&A-Aktivitäten von 2011 bis 2013 wieder auf ein Niveau von 215 Indexpunkten.

Baden-württembergische Unternehmen gehen dabei gerne in der Fremde auf Shopping-Tour: Übernahmen nicht-baden-württembergischer Firmen stellen knapp die Hälfte ihrer M&A-Aktivitäten dar. Bei zehn Prozent der Transaktionen haben Käufer und Ziel ihren Sitz in Baden-Württemberg.

Einen großen Anteil der positiven Entwicklung trägt die Automobil- und Maschinenbaubranche. Nachdem sie 2008 schwer von der Krise getroffen wurde, wuchs die Anzahl der Verkäufe seit 2010 wieder um 80 Prozent von 15 auf 27 pro Jahr an. Viele Firmen waren krisenbedingt unterbewertet und litten unter Liquiditätsgpässen – perfekte Bedingungen für Übernahmen durch Investoren. Nichtsdestotrotz kann es auch ein Vorteil für die Wirtschaft sein, wenn Firmen den Besitzer wechseln, da so Schließungen verhindert und Kostenersparnisse erzielt werden. Bei einer weiteren Erholung ist auch mittelfristig mit einer Steigerung der M&A-Aktivitäten in Baden-Württemberg zu rechnen.

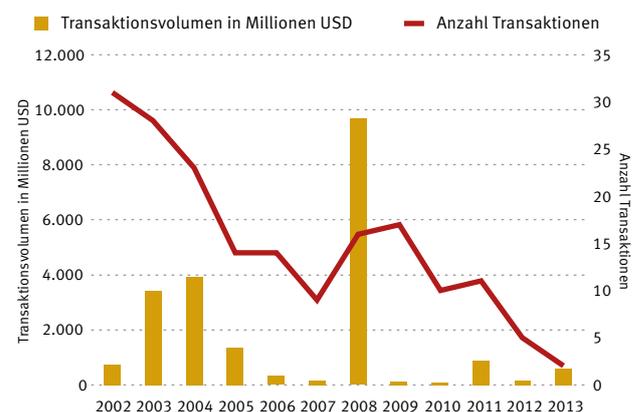
Sven Heim, heim@zew.de
Florian Merle

Brauereien schlucken weniger Rivalen

Trotz der zahlreichen Sommermärchen und reichlich Public Viewing schrumpfen seit Jahren die Absatzzahlen der Bierindustrie in Deutschland, dem mit Abstand größten und wichtigsten Absatzmarkt in Europa. Zudem machten die Brauereien Anfang dieses Jahres mit Strafzahlungen Schlagzeilen, die das Bundeskartellamt gegen namhafte Hersteller wie Bitburger, Krombacher, Veltins oder Warsteiner verhängte. An dem Kartell, das zwischen 2006 und 2008 bestand, war auch Anheuser-Busch InBev beteiligt, gemessen am Absatzvolumen die größte Brauereigruppe der Welt. Allerdings entkam der multinationale Konzern aufgrund der Bonusregelung als Kronzeuge einer Strafe. Mögliche Schadenersatzklagen stehen für alle Unternehmen jedoch noch aus.

Im M&A-Report vom April 2014 wurde ein branchenübergreifender Trend festgestellt: Nach dem Zusammenbruch eines Kartells sind verstärkt Unternehmenszusammenschlüsse zu beobachten. Für die Bierindustrie lässt sich das nicht bestätigen. Die Anzahl der abgeschlossenen M&A-Aktivitäten mit Käufer und Zielunternehmen innerhalb der EU ging in den Jahren 2002 bis 2013

ABGESCHLOSSENE FUSIONEN UND VOLLÜBERNAHMEN VON UNTERNEHMEN IN DER BRAUWIRTSCHAFT INNERHALB DER EU-28 VON 2002 BIS 2013



tendenziell zurück. Erwerbungen von Minderheitsbeteiligungen wurden nicht berücksichtigt. Das hohe Transaktionsvolumen im Jahr 2008 stammt nicht vom deutschen Markt, sondern aus der Übernahme des britischen Herstellers Scottish & Newcastle durch die dänisch und niederländischen Brauereiriesen Carlsberg und Heineken. Daneben ist auch ein Abwärtstrend beim Gesamtvolumen der Transaktionen zu erkennen.

Die sinkende Anzahl von M&A-Aktivitäten in Europa wird von vielen außereuropäischen Zukäufen etwa des Weltmarktführers Anheuser-Busch InBev überlagert. Allerdings gibt es Indizien für ein Ende des Abwärtstrends in Europa.

Im September bestätigte Heineken, weltweit die Nummer drei unter den Brauereien, den Erhalt eines Übernahmeangebots von der weltweiten Nummer zwei, dem englischen Brauereikonzern SABMiller. Zuvor hatte es Gerüchte um eine Übernahme von SABMiller durch Anheuser-Busch InBev gegeben. Das Angebot an Heineken wurde als Versuch von SABMiller gesehen, sich durch Wachstum vor einer Übernahme zu schützen. Die Niederländer, noch im Besitz der Familie des Gründers Alfred Heineken, lehnten das Angebot ab. Angesichts des hoch



konzentrierten Biermarktes in den USA würde der Fall, dass eine der beiden Fusionen tatsächlich beantragt wird, eine sorgfältige Prüfung der nordamerikanischen Wettbewerbsbehörden nach sich ziehen.

Stefan Frübing, fruebing@zew.de

Bau-Flaute und Euro-Krise lassen Zementbranche bröckeln

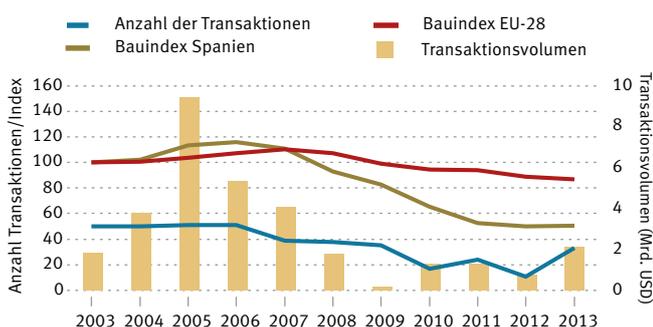
Seit Anfang des Jahrtausends haben die europäische und insbesondere die spanische Bauwirtschaft einen Aufwärtstrend erlebt. Mit dem Platzen der Immobilienblase und der nachfolgenden Eurokrise ab 2007 ist insbesondere die spanische Baukonjunktur drastisch eingebrochen. Obwohl sich die Bauwirtschaft in den meisten EU-Mitgliedsstaaten auf einem stabilen Niveau halten konnte, waren die Folgen für die M&A-Aktivitäten der Zementbranche innerhalb der gesamten EU-28 gravierend. Zwischen 2004 und 2007 hatten Übernahmen, Fusionen, Joint Ventures und Minderheitsbeteiligungen noch ein Transaktionsvolumen von durchschnittlich 5,7 Milliarden Euro. 2005 konnte mit 9,5

Milliarden Euro zudem ein Rekordwert verzeichnet werden. Seither sank dieser Wert allerdings kontinuierlich und erreichte 2009 mit 150 Millionen Euro ein Rekordtief. Inzwischen konnte die Milliardenmarke bis 2012 kaum noch überschritten werden. Die rückläufige Entwicklung der M&A-Aktivitäten ab 2005 spiegelt sich auch in einem starken Rückgang der Anzahl an Transaktionen wieder. 2012 wurde mit elf Transaktionen die geringste Anzahl an Transaktionen in der gesamten Beobachtungsperiode gemessen.

Über den Untersuchungszeitraum hinaus ist ein äußerst strategisches Handeln in der Bau- und Zementbranche beobachtbar. Während in der baukonjunkturellen Hochphase insbesondere innereuropäischen Transaktionen stattfanden, kam es in der Krisenzeit vermehrt zu M&A-Aktivitäten mit beziehungsweise von außereuropäischen Unternehmen. Da M&As mit europäischen Unternehmen vor allem auf Synergieeffekte abzielen, haben außereuropäische Transaktionen vermehrt das Erschließen neuer Märkte oder Diversifikation zum Ziel.

Gegenwärtig zeichnet sich allerdings eine Erholung ab. So verdreifachte sich die Anzahl an Transaktionen im Jahr 2013 im Vergleich zum Vorjahr auf 33 und stellt damit den höchsten Wert der vergangenen fünf Jahre dar. Zudem befindet sich das Transaktionsvolumen 2013 mit nunmehr 2,1 Milliarden Euro erstmals seit Beginn der Krise von 2007 wieder auf einem Niveau oberhalb des Basisjahres 2003.

M&A-AKTIVITÄTEN IN DER ZEMENTPRODUKTIONSBRANCHE INNERHALB DER EU-28



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

Sven Heim, heim@zew.de
Daniel Celis

Private Equity-Performanceermittlung hängt von Datenbasis und Berechnungsmethode ab

Die Performance der Private Equity-Branche steht häufig im Mittelpunkt kontroverser wissenschaftlicher aber auch wirtschaftspolitischer Diskussionen. Dabei kann sich die ermittelte Performance, die die Basis für diese Diskussionen darstellt, in Abhängigkeit von verwendeten Daten und Berechnungsmethodik in einem breiten Intervall bewegen. Sowohl für Forscher als



auch für Investoren ist es eine Herausforderung, in einer Gesamtmarkt Betrachtung die historische Performance der Private Equity-Fonds zu analysieren. Die für die Untersuchung der Aktienmärkte verwendeten Methoden sind für Private Equity-Investitionen nicht anwendbar, denn es fehlen aktive und transparente Märkte für die Private Equity-Assetklasse. Zudem sind Fondsmanager nicht verpflichtet, ihre Performance oder Cash Flows zu veröffentlichen. Informationen von spezialisierten Datenanbietern liegen häufig nur in aggregierter oder anonymisierter Form vor und sind somit schwer verifizier- und vergleichbar.

Wissenschaftler nutzen zum Teil institutionelle Investoren als Quelle für Cash Flow-Daten

Einige Forscher wählen den Ansatz, Cash Flow-Daten direkt von einem oder mehreren institutionellen Investoren (Limited Partners) zu sammeln und auszuwerten. Die Zuverlässigkeit dieser Daten wird damit begründet, dass die Informationen als Basis für die eigenen Investitionen der Limited Partners dienen. Die meisten dieser Studien finden heraus, dass mit der Private Equity-Assetklasse eine signifikant höhere Performance erzielt wird als mit den Public Equity-Benchmarks, die in der Regel die Aktienmärkte darstellen. Ljungqvist und Richardson (2003) zeigen beispielsweise eine Überschussrendite von Private Equity-Fonds im Vergleich zum Aktienindex S&P 500 zwischen fünf und acht Prozentpunkten pro Jahr für den Zeitraum von 1981 bis

2001 auf. Robinson und Sensoy (2011) stellen für Private Equity-Fonds im Zeitraum von 1984 bis 2010 im Durchschnitt eine mit etwa 18 Prozent bessere Performance (nach Abzug der Gebühren) über die Laufzeit des Fonds als beim S&P 500 fest.

Lerner, Schoar und Wong (2007) berichten allerdings über signifikante Unterschiede bei den Fähigkeiten und der Performance der Limited Partners. Dies erschwert die Verallgemeinerung der Ergebnisse von Studien, die auf Daten von einzelnen Limited Partners basieren.

Kommerzielle Datenbanken eignen sich eher für Forschungszwecke

Um solche Verzerrungen zu vermeiden, eignen sich kommerzielle Datenbanken eher für Forschungszwecke. Die Studie von Kaplan und Schoar (2005), die eine sehr hohe Resonanz in der Forschung aber auch in Politik und Wirtschaft gefunden hat, ermittelt auf Basis von Fonds-Cash Flows für die Jahre 1980 bis 2001 etwas niedrigere Renditen von US Private Equity-Fonds nach Abzug von Gebühren verglichen mit S&P 500. Vor dem Gebührenabzug sind die Renditen etwas höher als die vom Vergleichsindex.

Auf Basis einer aktualisierten und erweiterten Version des Datensatzes von Kaplan und Schoar (2005) für den Zeitraum von 1980 bis 2003 zeigen Phalippou und Gottschalg (2009) signifikant niedrigere Renditen der gesamten Private Equity-Assetklasse im Vergleich zu anderen Studien. Dabei schreiben die Autoren Restwerte bei nicht realisierten Investments komplett ab. Unter Verwendung einer auf Fonds-Cash Flows spezialisierten Datenbank berechnen Higson und Stucke (2013) eine mit 500 Basispunkten pro Jahr bessere Performance der US Private Equity-Fonds mit Beginn der Investitionen in den Jahren 1980 bis 2008 im Vergleich zum S&P 500.

In ihrer aktuellen Studie berechnen Harris, Jenkinson und Kaplan (2014) durchschnittliche Renditen von US Private Equity-Fonds, die die Renditen der Aktienmärkte für die meisten Jahre seit 1984 übersteigen. Der Public Market Equivalent zeigt eine durchschnittliche Outperformance von Private Equity-Fonds versus S&P 500 von 20 bis 27 Prozent über die Laufzeit der Fonds und mehr als drei Prozent pro Jahr. Auch unter der Verwendung von alternativen Benchmarks wie Nasdaq und Russell (2000) zeigt sich eine ähnliche Outperformance der Private Equity-Fonds.

In einem Punkt sind sich alle Autoren jedoch einig: Unabhängig von den meist höher berechneten Renditen von Private Equity-Fonds verglichen mit Investitionen in Aktienmärkten sollten Forscher künftig wesentlich stärker die höheren Risiken, die Private Equity-Investitionen bergen, in ihren Analysen berücksichtigen.