



Stahlindustrie vor Neuordnung

Die ersten Monate des neuen Jahres stehen im Zeichen einer Neuordnung des Stahlmarktes. Noch kurz bevor die Nummer zwei der Stahlbranche, der luxemburgische Stahlkonzern Arcelor, sein vierjähriges Bestehen feierte, überraschte ihn der indisch-britische Familienkonzern Mittal Steel, Marktführer in der weltweiten Rohstahlproduktion, mit einer Übernahmeofferte. Bereits zuvor war Arcelor jedoch selbst in die Rolle des Käufers für den größten kanadischen Stahlhersteller Dofasco geschlüpft, nachdem Thyssen-Krupp sein mehrfach erhöhtes Übernahmeangebot für Dofasco zurückgezogen hatte. Allerdings könnte Thyssen-Krupp eine zweite Chance erhalten: Mittal will Dofasco nicht behalten und bietet deshalb Thyssen-Krupp die Anteile im Fall einer erfolgreichen Übernahme von Arcelor an.

Die weltweite Stahlindustrie ist jedoch nicht nur durch Großtransaktionen gekennzeichnet. Vielmehr vollzieht sich seit einigen Jahren ein tief greifender Strukturwandel. Gab es im Jahr 1997 noch 34 Transaktionen in der Stahlindustrie, sind es 2005 bereits 190. Allein in den vergangenen fünf Jahren wechselten rund 800 Stahlunternehmen den Besitzer. Die Neuordnung des Stahlmarkts schreitet damit immer schneller voran.

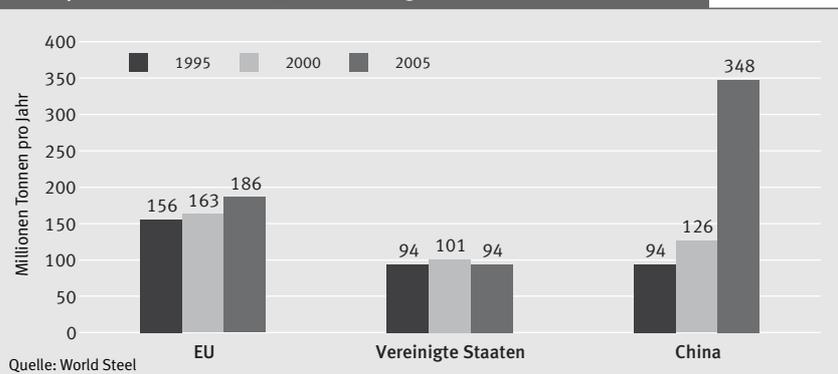
Zugleich wäre der neue Konzern, der aus Mittal und Arcelor entstünde, viermal so groß wie die Nummer zwei der Branche. Mehr als jeder andere wäre er in der Lage, die für die Branche typischen Preiszyklen zu glätten und eine starke Nachfragemacht bei den Vorprodukten auszuüben. Als Reaktion sind daher weitere Großfusionen wahr-

scheinlich, um den Abstand nicht zu groß werden zu lassen.

In der Folge sind aufgrund der entstehenden Oligopolstruktur zunächst steigende Stahlpreise zu vermuten. Zugleich ist jedoch auch die Nachfrage nach Stahl vergleichsweise stark konzentriert. Neben der Bauindustrie, die vom asiatischen Bauboom profitiert, ist vor allem

gerückgang gegenüber. Die Branche musste sich mit dem zunehmenden Einsatz von Substitutionsprodukten für Stahlerzeugnisse und als Folge von zwei Ölkrisen mit steigenden Energiekosten auseinander setzen. Allein in Europa sank innerhalb von 30 Jahren die Anzahl der direkt Beschäftigten von mehr als 700.000 auf 260.000.

Stahlproduktion in der EU, den Vereinigten Staaten und China



die Automobilindustrie großer Abnehmer und insofern auch in der Lage, seinerseits eine hohe Nachfragemacht auszuüben. Dass der Stahlpreis langfristig weiter in dem Umfang steigt wie bisher, ist damit keineswegs sicher. Im Gegenteil: Schwächt sich der Bauboom ab, könnte auch ein Stahlkonzern wie Arcelor seine optimistischen Ertragsprognosen nicht einhalten. Mittal würde Arcelor so zu einem deutlich geringeren Preis übernehmen können.

Das heutige Interesse an der Stahlbranche rückt ihre jüngste Vergangenheit in den Hintergrund, die seit Mitte der 1970er Jahre von zahlreichen wirtschaftlichen Krisen gezeichnet war. Damals stand auf dem Weltmarkt dem Stahlangebot ein dramatischer Nachfra-

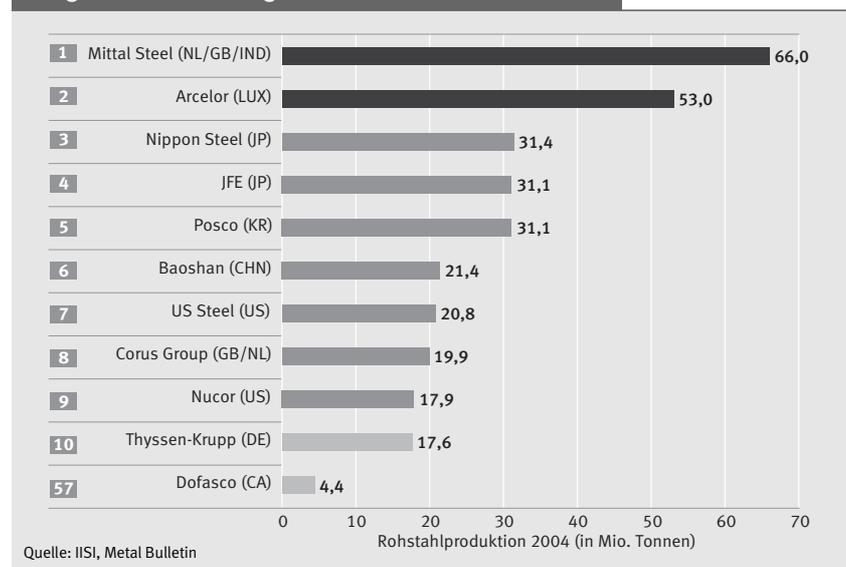
Eine Trendwende setzte erst Anfang der 1990er Jahre ein, getragen durch eine Privatisierungswelle ehemaliger Staatskonzerne, den Einsatz moderner Produktionsverfahren und einer Vielzahl weltweiter Fusionen. Neben nationalen Fusionen wie etwa zwischen den deutschen Traditionsunternehmen Krupp und Hoesch (1993) sowie in der Folge KruppHoesch und Thyssen (1997) ist das globale Bild der Branche durch grenzüberschreitende Fusionen gezeichnet, allen voran die heute führenden Stahlunternehmen Mittal und Arcelor.

Neben zahlreichen Reorganisationsmaßnahmen half auch eine rapide gestiegene Stahlnachfrage, besonders in China und Indien, der Branche wieder auf die Beine. Allein 2005 wuchs die chinesische Stahl-

nachfrage um 20 Prozent. In nur 15 Jahren überholte die chinesische Stahlproduktion sowohl die europäische als auch die amerikanische. Mit einer Produktionsmenge von etwa 348 Millionen Tonnen Rohstahl im Jahr 2005 nimmt China die Spitzenposition vor Japan und den Vereinigten Staaten ein. Trotz dieser Mengen ist China jedoch auch einer der größten Importeure für Stahl, da veredelter Stahl vorrangig in Europa, den Vereinigten Staaten und Japan hergestellt wird. Nicht nur die zunehmende Konzentration der Branche beeinflusst damit den Stahlpreis, sondern auch die aufgrund der hohen Nachfrage gestiegenen Rohstoffpreise für Eisenerz, Kohle und Koks.

Ob Arcelor nun von Mittal übernommen wird, entscheiden institutionelle Investoren in Europa und den USA, die über fast zwei Drittel der Arcelor-Aktien verfügen. Sie erhielten dafür neben Mittal-Aktien jedoch nur eine geringe Barauszahlung. Mittal arbeitet darüber hinaus wesentlich unprofitabler als Arcelor allein. Zudem liegen 88 Prozent der Mit-

Die größten Stahlerzeuger weltweit in Millionen Tonnen



tal-Aktien in den Händen der Familie, was die Mitsprachemöglichkeiten anderer Anteilseigner dramatisch einschränkt.

Es ist daher fraglich, ob sich die Investoren trotz der hohen Prämie auf den Aktienkurs auf die Offerte von Mittal ein-

lassen werden. Kommt es dennoch zur Übernahme, sind weitere Fusionen in diesem Jahr absehbar. Auch Nippon Steel zeigte sich bereits an einer Fusion mit Arcelor interessiert.

Dr. Christoph Grimpe, Oliver Heneric

Neues Ranking der Investmentbanken und Private-Equity-Firmen

Die amerikanische Investmentbank Merrill Lynch führt das Ranking der umsatzstärksten Investmentbanken des vergangenen halben Jahres an. Merrill Lynch gelang damit der Sprung an die Spitze, nachdem sie ein halbes Jahr zuvor noch nicht unter den zehn umsatzstärksten Banken zu finden war. Auch andere haben die Position gewechselt.

So findet sich die Deutsche Bank nur auf Rang 9 wieder nach Rang 3 im Halbjahr zuvor. Aufgestiegen sind dagegen Morgan Stanley und Goldman Sachs. Insgesamt stieg die Anzahl der von Investmentbanken betreuten Transaktionen um 10 Prozent auf 3.334. Der kumulierte Transaktionswert legte sogar um knapp ein Viertel auf 2,1 Billionen Euro zu.

Demgegenüber nahm die Anzahl der Private-Equity-Transaktionen im vergangenen Halbjahr um etwa 15 Prozent zu. Der kumulierte Transaktionswert verdoppelte sich sogar. Das Ranking führt die Blackstone Group an, deren Transaktionswert sich im Vergleich zum vorhergehenden Halbjahr fast verdreifacht hat.

Ranking der Investmentbanken			
Rang	Investmentbank	Transaktionswert (Mrd. EUR)	Anzahl der Transaktionen
1	(-) Merrill Lynch	209	111
2	(4) Goldman Sachs	199	65
3	(7) Morgan Stanley	190	102
4	(2) JP Morgan	172	107
5	(10) UBS	171	112
6	(1) Citigroup	151	99
7	(6) Lehman Brothers	98	54
8	(-) The National Investor	91	1
9	(3) Deutsche Bank	88	59
10	(5) Credit Suisse First Boston	67	71
	Andere	668	2.553
	Gesamt	2.105	3.334

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing

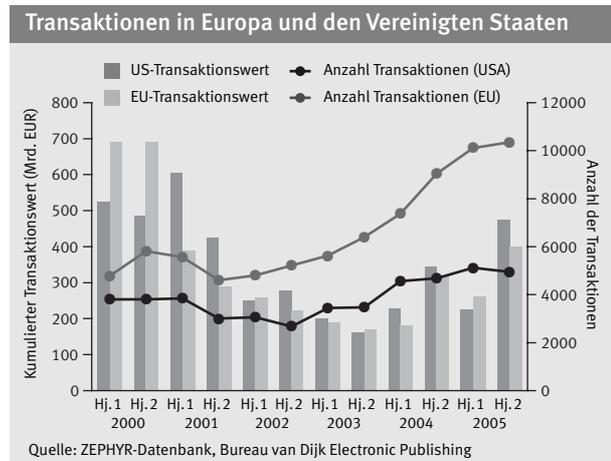
Ranking der Private-Equity-Firmen			
Rang	Unternehmen	Transaktionswert (Mrd. EUR)	Anzahl der Transaktionen
1	(6) Blackstone Group LP	38	17
2	(-) Carlyle Group	32	29
3	(1) Kohlberg Kravis Roberts & Company	30	9
4	(4) Providence Equity Partners Inc.	22	7
5	(-) Permira Advisers Ltd	20	5
6	(-) Thomas H Lee Partners LP	16	7
7	(-) Cerberus Capital Management LP	16	6
8	(-) Apax Partners Worldwide LLP	15	3
9	(-) Merrill Lynch Global Private Equity	13	3
10	(-) Clayton Dubilier & Rice Inc.	13	1
	Andere	331	4.856
	Gesamt	544	4.943

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing

Europäer backen kleinere Brötchen als Vereinigte Staaten

Bei einem Vergleich der Transaktionstätigkeit in der EU und den Vereinigten Staaten im Hinblick auf den Sitz der Käuferunternehmen zeigen sich deutliche Unterschiede. Während sich die durchschnittlichen Transaktionswerte weitgehend ähneln, verteilen sich diese Werte für die EU auf sehr viel mehr Transaktionen. Einerseits finden in Europa in zunehmendem Maße kleinere Transaktionen statt als in den Vereinigten Staaten, da die europäische Wirtschaft besonders durch kleinere und mittlere Unternehmen geprägt ist. Andererseits weisen die 25 größten Transaktionen 2005 mit US-amerikanischem Käufer (und bis auf eine Ausnahme auch mit US-amerikanischem Zielunternehmen) mit rund 300 Milliarden Euro einen etwa doppelt so hohen Transaktionswert auf wie die 25 größten Transaktionen mit europäischem Käufer. „Megafusionen“ kennzeichnen damit vor allem den M&A-Markt der Vereinigten Staaten.

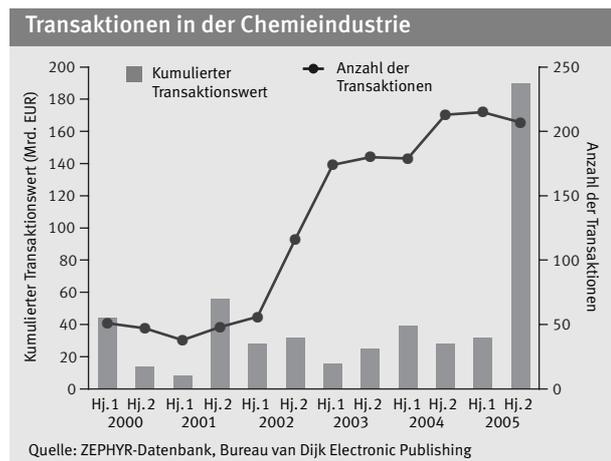
Dr. Christoph Grimpe



Hohe M&A-Aktivität in der Chemieindustrie

Im Jahr 2005 hat die Transaktionsaktivität in der Chemiebranche weltweit stagniert, während die Dealgrößen in die Höhe geschossen sind. Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte überstieg der Wert aller Transaktionen sein Vorjahresniveau nahezu um das Siebenfache. Beim größten Deal dieser Periode, dem Verkauf der niederländischen Basell an den Finanzinvestor Access Industries Group für 4,4 Milliarden Euro, war neben der Royal Dutch Shell Group auch der deutsche Konzern BASF als zweiter Verkäufer beteiligt. Der deutsche Chemieriese machte in letzter Zeit insbesondere als Käufer auf sich aufmerksam. So zeigte er etwa starkes Interesse am US-Spezialchemiehersteller Engelhard. Darüber hinaus hat die BASF Anfang März, vor angelsächsischen Investoren und dem US-Chemiekonzern Dow Chemical, den Zuschlag für die Bauchemie-Sparte von Degussa erhalten. Der Kaufpreis betrug 2,2 Milliarden Euro.

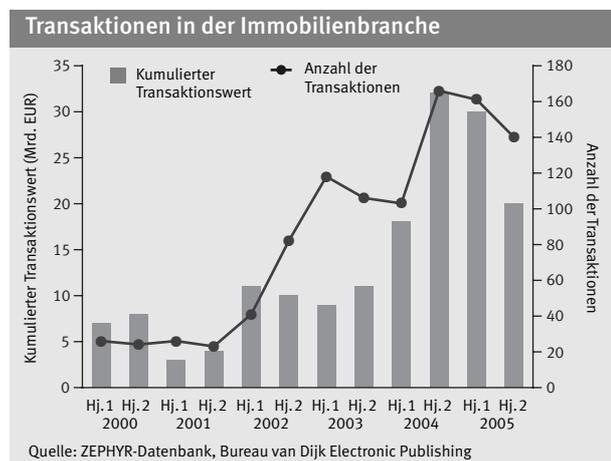
Dr. Tereza Tykiová



Starke Bewegungen auf dem deutschen Immobilienmarkt

Der Boom auf den weltweiten Immobilienmärkten schwächte sich 2005 ab. In Deutschland dagegen scheint das Geschäft erst jetzt in die Gänge zu kommen. Für immer mehr Konzerne, wie etwa die Deutsche Bank oder die Deutsche Telekom, scheint sich großer Immobilienbesitz nicht zu lohnen. Auch die öffentliche Hand wird als Verkäufer von Immobilien stärker aktiv. Auf der Käuferseite schlagen vor allem angelsächsische Finanzinvestoren zu. Die größte Transaktion war der Verkauf der Eon-Tochter Viterra für rund sieben Milliarden Euro an die Deutsche Annington Immobilien Gruppe, die dem britischen Finanzinvestor Terra Firma gehört. Hierdurch bekam die Deutsche Annington zusätzlich zu ihren 80.000 Wohnimmobilien weitere 150.000 Einheiten. Den zweithöchsten Kaufpreis (3,5 Milliarden Euro) zahlte Fortress für 82.000 Wohnungen der Wohnungsgesellschaft Gagfah an die Bundesversicherungsanstalt für Angestellte.

Dr. Tereza Tykiová



Buy & Build-Strategien: Werttreiber in Private-Equity-Portfolios

Die Wettbewerbssituation in der europäischen Private Equity (PE) Branche hat sich in den vergangenen Jahren deutlich verschärft. Immer mehr Beteiligungsgesellschaften, darunter viele aus Übersee, kämpfen um die attraktivsten Zielunternehmen. Für große Mengen von Beteiligungskapital werden rentable Anlagemöglichkeiten gesucht.

nerer Unternehmen (Add-ons) aus der gleichen Branche zu erwerben. Dabei ist sowohl eine sukzessive Übernahme neuer Add-ons durch das Plattformunternehmen als auch eine nachträgliche Verschmelzung der Unternehmen innerhalb des PE-Portfolios möglich. Ziel der BBS ist es, eine klar strukturierte und nach den Marktgegebenheiten ausge-

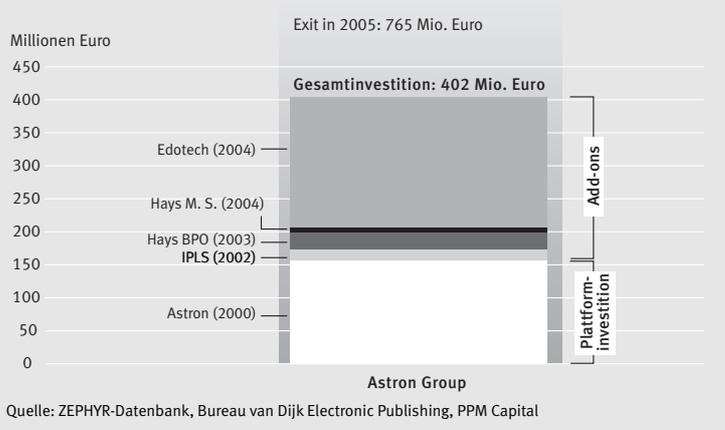
richtete Unternehmensgruppe zu formen, die einen bedeutenden und ertragsstarken Player in dem ausgewählten Marktsegment darstellt. Die aus einer BBS resultierenden „exogenen Impulse“ führen nicht nur zu strukturellen Veränderungen, sondern auch zu operativen Verbesserungen und tragen zur Wertsteigerung des Unternehmensverbundes bei. Neben der

handel in einem Bewertungsabschlag niedriger. Marktstudien zufolge erstreckt sich dieser Abschlag (marketability discount) zwischen 35 und 50 Prozent. Das Fehlen der Marktfähigkeit beeinflusst im Sinne des „time value of money“ den Wert des Unternehmens stark. Durch den Zusammenschluss von Unternehmen unter der Mitwirkung von Finanzinvestoren werden die wichtigsten Einflussfaktoren für die Höhe des Abschlages wie Wahrscheinlichkeit und Kosten eines Börsenganges, Qualität und Transparenz des Rechnungswesens und Controllings positiv beeinflusst. Dies honoriert der Markt durch eine Senkung des Bewertungsabschlages und somit durch höhere Exitpreise. Zahlreiche Beispiele belegen, dass die BBS nicht nur konzeptionell überzeugt, sondern auch in der Praxis erfolgreich realisiert wird.

Zu den bedeutsamsten Branchenkonsolidierern in Europa gehört die PE Gesellschaft von Prudential plc., PPM Capital, London, die den Erfolg seiner BBS mit Unternehmen wie The Astron Group (tätig im Bereich Daten- und Druckmanagement) und Barracuda Group (Eigentümer von 150 Pubs und Bars in England) unter Beweis gestellt hat. Die BBS der Astron erstreckte sich über vier Jahre, umfasste vier Add-on-Investitionen zu einem Gesamtwert von 402 Millionen Euro und wurde mit einem Trade Sale durch R.R. Donnelley & Sons Company und einer Internal Rate of Return von mehr als 23 Prozent im Jahr 2005 abgeschlossen (siehe Grafik). Die Realisierung der Astron Group wurde mit dem Preis „Buy-out realisation of the year by trade sale“ vom European Venture Capital Journal ausgezeichnet.

Mariela Borell

Die Buy & Build-Strategie der Astron Group



Um ihre hohen Renditeziele trotz gestiegener Kaufpreise zu erreichen, suchen Finanzinvestoren verstärkt nach neuen, über die Instrumente für organisches Wachstum hinausgehenden Werttreibern für ihre Portfoliounternehmen. In diesem Zusammenhang gewinnen Buy & Build-Strategien (BBS) – auch bekannt als Plattforminvestments oder Branchenlösungen – an Bedeutung.

Im Rahmen einer BBS spezialisieren sich PE-Häuser auf bestimmte, in der Regel stark fragmentierte Branchen mit Wachstumspotenzial. Zunächst wird eine Buyout-Transaktion mit einer größeren Gesellschaft durchgeführt (Plattforminvestition), um anschließend klei-

klassischen Zielsetzung durch Mergers & Acquisitions wie der Realisierung von Synergieeffekten (u.a. Produktions-, Vertriebs-, Management- und finanziellen Synergien), und der Minimierung der Integrationskosten, streben die PE-Häuser mit der BBS bessere Exitmöglichkeiten (u.a. durch das Erreichen der kritischen Größe für einen Börsengang) sowie die Realisierung eines guten Exitpreises aus der kombinierten Einheit an. In der Regel schlagen sich die Komplexität und Langwierigkeit der Verkaufsprozesse sowie die hohen Transaktionskosten, die mit der Veräußerung von Anteilen an nicht-börsennotierten Small und Mid Caps verbunden sind, im Gegensatz zum Aktien-

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. Er informiert 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, Mariela Borell, Dr. Tereza Tykrová, 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, 2006