

M&A Report

Berichte und Analysen zu weltweiten Fusionen und Übernahmen

April 2011

Wiederbelebung des deutschen M&A-Marktes

Nach dem deutlichen Rückgang der M&A-Aktivitäten im Jahr 2010 scheint sich der deutsche M&A-Markt langsam zu erholen. Erzielte der M&A-Index für Deutschland im November 2010 noch ein Rekordtief von 32 Punkten, stieg er wenn auch geringfügig wieder an und pendelte sich im Januar bei 46 Punkten ein. Mit diesem Wert liegt der Indikator zwar immer noch weit unter seinem Ausgangsstand von 100 Punkten im Januar 2000, jedoch könnte dies für den negativen Trend der letzten zwei Jahre die Wende bedeuten: So deutet die berechnete zwölfmonatige Prognose des Indexes für 2011 auf eine Bodenbildung hin.

M&A-Intensität wird steigen

Die konjunkturelle Erholung in Deutschland wird die M&A-Intensität ansteigen lassen. Auch die positive Entwicklung des DAX lässt auf eine zunehmende Transaktionszahl 2011 hoffen. Die Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass die Ereignisse in Japan keine oder nur eine kurzfristige negative Auswirkung auf die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland haben. Seit Ausbruch der Finanzkrise sank die Anzahl der M&A Transaktionen mit deutscher Beteiligung stetig. Dabei hinkte der deutsche M&A Markt der weltweiten Entwicklung hinterher: Konnte weltweit bereits im Jahr 2010 nach dem starken Einbruch in Folge der Wirtschaftskrise eine allmähliche Stabilisierung beobachtet werden,

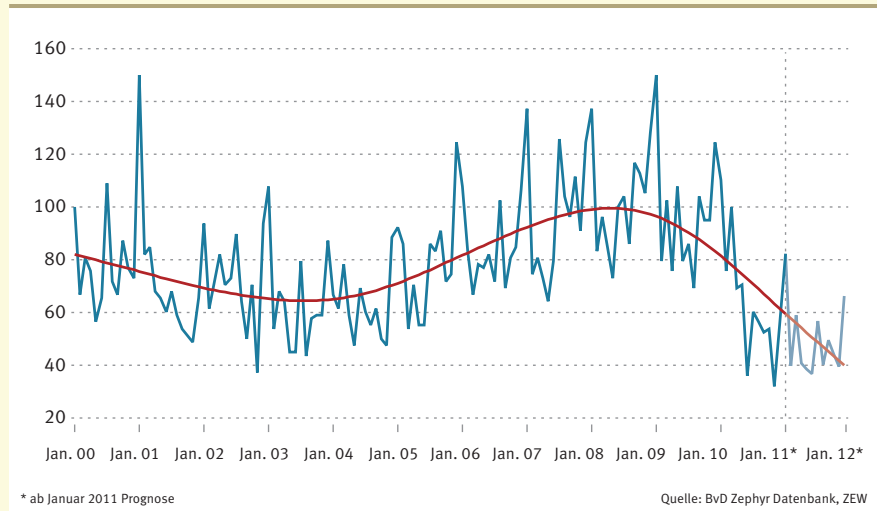
wurde für Deutschland ein weiterer deutlicher Rückgang verzeichnet. Begründet wurde diese negative Entwicklung unter anderem damit, dass sich deutsche Unternehmen 2010 merklich auf ihre interne Restrukturierung konzentrierten.

Deutlich verbesserte Finanzierungsbedingungen

Doch mittlerweile scheinen sich die Unternehmen von den Folgen der Wirt-

der als Wachstumsstrategie angesehen. Die grundlegend optimistische Einschätzung der M&A-Entwicklung lässt sich vor allem auf die Finanzierungsbedingungen zurückführen, die sich seit Ende 2009 deutlich verbessert haben. So verfügen die Unternehmen wieder über genügend Eigenkapital, Banken sind wieder freigiebiger in der Kreditvergabe und die Zinsen sind nach wie vor niedrig. Vor allem im Finanzsektor werden viele M&A-Transaktionen erwartet, da Kreditinstitute sich von

ZEW-ZEPHYR M&A-Index Deutschland



schaftskrise weitgehend erholt zu haben und das Augenmerk der Unternehmensführung liegt nicht mehr nur auf der Restrukturierung, vielmehr werden M&As wie-

Beteiligungen trennen müssen um Auflagen der EU erfüllen zu können.

Vigen Nikogosian, nikogosian@zew.de
Angelika Storz

Auf Grundlage der Zephyr Datenbank von Bureau van Dijk (BvD) wurde ein M&A-Index speziell für Deutschland konzipiert, der die Entwicklung abgeschlossener Fusionen und Übernahmen seit dem Jahr 2000 abbildet. Der M&A-Index Deutschland berechnet sich aus der Anzahl der in Deutschland monatlich abgeschlossenen M&A-Transaktionen. In diesen Index werden ausschließlich Übernahmen und Fusionen von und mit deutschen Unternehmen berücksichtigt. Eine Differenzierung nach dem Ursprungsland des Käufers oder Partners findet jedoch nicht statt. Dies bedeutet, dass sowohl

inländische auch als ausländische Käuferunternehmen berücksichtigt werden, während die Zielunternehmen in Deutschland tätig sind. Insbesondere makroökonomische Rahmenbedingungen, wie beispielsweise die konjunkturelle Entwicklung oder Finanzmarktentwicklung determinieren die M&A Aktivität. Daher wurde auf Grundlage einer empirischen Studie neben dem OECD CLI-Index, das langfristige Zinsniveau, der Verlauf des Dax und Gerüchte über zukünftige Fusionen für die Prognoseberechnung der M&A Aktivität in Deutschland verwendet.

Chinas Interesse an Finanzbranche ungebrochen

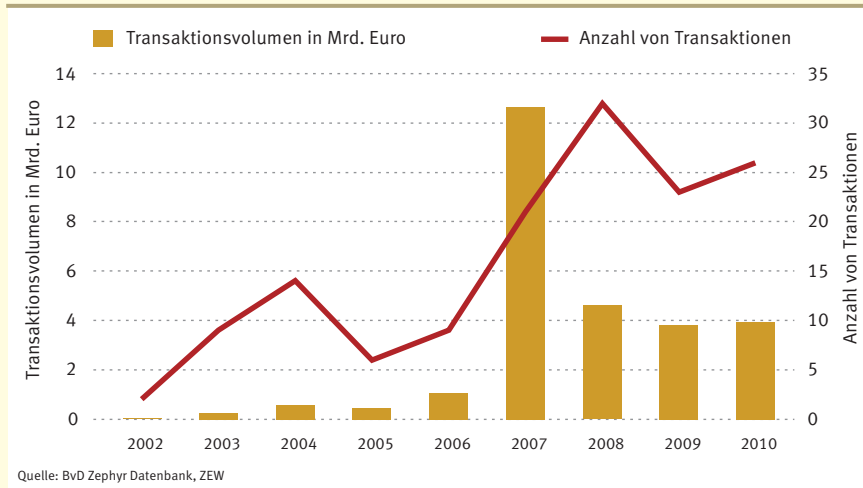
China hat im Bieterverfahren um die WestLB ein Beteiligungsangebot unterbreitet und zählt zu den vier finalen Favoriten, die den Zuschlag zum Erwerb

Insbesondere während der Finanzmarktkrise, als fast alle westlichen Banken aufgrund des Subprime-Engagements Milliardensummen abschreiben mussten und

Rekordjahr 2007 etwa 13 Milliarden Euro für Beteiligungen und Zusammenschlüsse in die Hand genommen hatte, fiel im Jahr 2008 das Transaktionsvolumen auf fast ein Drittel, obgleich die Übernahmeintensität zwischen westlichen Banken im ersten Halbjahr 2008 aufgrund des starken Konsolidierungsdrucks und weiterer Rettungsmaßnahmen gestiegen war. Zu Beginn des enormen Kursverfalls der weltweiten Aktienindizes in der zweiten Jahreshälfte 2008 hatte China sich noch um einige Finanzfirmen bemüht, doch größere Beteiligungen blieben aus. So gaben die Chinesen für die Finanzbranche deutlich weniger Geld aus, nachdem der Peak der Finanzmarktkrise erreicht worden war. Allerdings ist das Interesse weiter groß und ungebrochen. Hierfür spricht die konstante, auf hohem Niveau verharrende Anzahl der Beteiligungen an ausländischen Finanzakteuren seit zwei Jahren. Insbesondere scheinen sich die weltweit schwer angeschlagenen Finanzhäuser rasch zu erholen. Inwieweit diese Erholung Chinas Expansionsdrang in andere Finanzmärkte dieser Welt antreiben wird, bleibt abzuwarten.

Vigen Nikogosian, nikogosian@zew.de

Chinas Interesse an ausländischen Finanzhäusern



der Bank bekommen könnten. Dennoch scheint der Boom, gemessen an der Höhe des durchschnittlichen Preises für Beteiligungen und Übernahmen in der Finanzbranche, seitens chinesischer Unternehmen, an Schwung verloren zu haben.

die Finanzbranche mit Liquiditätsgpässen zu kämpfen hatte, war Chinas Übernahme- und Beteiligungseifer groß. Auf der chinesischen Einkaufsliste standen beispielsweise Morgen Stanley, Fortis und Barclays. Nachdem China jedoch im

Fusionspläne der Börsenbetreiber

Im Sektor der börsenbetreibenden Unternehmen kündigen sich mehrere bedeutende Fusionen an. Bereits im Februar 2011 gab die Londoner Börse (LSE) die

Übernahme der Börse Toronto (TMX Group) bekannt. Weitaus bedeutender ist jedoch die ebenfalls im Februar 2011 angekündigte Fusion der Deutschen Börse mit der

NYSE Euronext. Das neue Unternehmen würde, gemessen an der Marktkapitalisierung der gelisteten Firmen, den mit Abstand größten Börsenbetreiber der Welt darstellen. Am 1. April 2011 wurde allerdings eine Gegenofferte für die Übernahme der NYSE von der Nasdaq OMX gemeinsam mit der IntercontinentalExchange (ICE) unterbreitet. Der durch die Fusionen verschärfte Konsolidierungsdruck könnte weitere Zusammenschlüsse oder Übernahmen hervorbringen. So ist bereits eine Fusion von Tokyo Stock Exchange und Osaka Securities Exchange im Gespräch. Nach zwei aktiveren Jahren 2007 und 2008 war die Anzahl der weltweiten M&A-Transaktionen innerhalb dieser Branche zuletzt wieder zurückgegangen. Angesichts der aktuellen Entwicklungen könnte die Anzahl der weltweiten Transaktionen im Börsensektor künftig jedoch wieder zunehmen.

Karl Trela, trela@zew.de

Weltweite M&A-Transaktionen innerhalb des Börsensektors



Übernahmegerüchte bei ProSiebenSat.1

Es ist ein offenes Geheimnis, dass ProSiebenSat.1 verkauft werden soll. Als der neben RTL größte Privatsenderanbieter in Deutschland legt ProSiebenSat.1 nach schwierigen Jahren inzwischen wieder gute Quartalsergebnisse vor und ver-

kündete eine Dividendenausschüttung. Grund genug für Analysten, über die Möglichkeit eines Verkaufs zu spekulieren.

Die Gerüchte um ProSiebenSat.1 sind nicht neu. Laut der M&A-Datenbank Zephyr wurde das Medienunternehmen in den vergangenen zehn Jahren 23 Mal als potenzielles Akquisitionsziel aufgeführt.

Im Jahr 2005 hatte sich beispielsweise der Springer-Verlag um einen Erwerb bemüht, scheiterte aber an den Voten des Bundeskartellamts und der Kommission zur Ermittlung der Konzentration im Medienbereich (KEK), denen sich der Oberste Gerichtshof später anschloss.

Laut Medienkonzentrationsrecht wird eine vorherrschende Meinungsmacht bei Zuschaueranteilen von mehr als 30 beziehungsweise 25 Prozent im Falle einer marktbeherrschenden Stellung auf medienverwandten relevanten Märkten vermutet. Obwohl ProSiebenSat.1 unter dieser Schwelle blieb, hatten sich die Wettbewerbshüter gegen eine Übernahme ausgesprochen.

Im Jahr 2011 könnten zunächst die Amtskollegen in Belgien, den Niederlanden und Skandinavien am Zuge sein. Denn es gilt als wahrscheinlich, dass zuerst die Fernsehkanäle der dort aktiven ProSiebenSat.1-Tochter SBS abgestoßen werden.

Laut ProSiebenSat.1 wird die Entscheidung über den Verkauf von SBS-Stationen im zweiten Quartal dieses Jahres erfolgen. Danach könnte der Verkauf von ProSiebenSat.1 selbst beginnen. Das wahrscheinlichste Szenario hierfür ist ein Börsengang.

Auf diese Weise könnten die derzeit kontrollierenden Investoren Permira und Kohlberg Kravis Roberts & Co. eine lange juristische Auseinandersetzung zwischen den künftigen Eigentümern und den Aufsichtsbehörden vermeiden. Springer hat bereits Interesse an 25 Prozent der Aktien geäußert. Es besteht kein Zweifel, dass Kommission und Kartellamt dies erneut interessiert beobachten werden.

Dries De Smet, desmet@zew.de
Matthias Hunold, hunold@zew.de



ProSiebenSat.1 könnte bald verkauft werden.

Kartellzusammenbrüche und M&A-Tätigkeit

Eine Untersuchung des ZEW vergleicht die Auswirkung von Kartellzusammenbrüchen auf die M&A-Tätigkeit von Kartellmitgliedern und Wettbewerbern in der betroffenen Branche seit Anfang der 1990er Jahre in Europa. Die Tabelle (siehe Abbildung) gibt einen Überblick über die Anteile der verschiedenen Dealarten, die auf Kartellisten beziehungsweise Nicht-Kartellisten entfallen. So sind beispiels-

weise 49 Prozent der Deals, an denen Nicht-Kartellisten beteiligt sind, vor einem Kartellzusammenbruch Akquisitionen mit Nicht-Kartellisten als Käufern. Der Aspekt der Marktstrukturierung spiegelt sich deutlich in der M&A-Tätigkeit wider: Wird ein Kartell aufgedeckt und es kommt zum Verfahren, verändert sich für Nicht-Kartellisten kaum etwas. Sie stellen immer noch zu 49 Prozent die Käufer bei Ak-

quisitionen. Anders verhält es sich für Kartellisten. Während sie in der Zeit vor der Kartellaufdeckung bei Akquisitionen zu über 70 Prozent als Käufer auftreten, reduziert sich dieser Anteil während des Kartellverfahrens auf gut 50 Prozent. Ein eher konstantes Muster lässt sich für Verkäufe beobachten.

Dr. Tobias Veith, veith@zew.de
Simon Reese

Kartelle und M&A-Tätigkeit

	Art des Deals	Nicht-Kartellist			Kartellist		
		Kartellperiode	Verfahrensperiode	Nachperiode	Kartellperiode	Verfahrensperiode	Nachperiode
Käufer	Akquisition	49%	49%	55%	71%	51%	65%
	Joint Venture	5%	5%	4%	14%	13%	16%
	Minderheitsbeteiligung	5%	4%	4%	6%	2%	3%
	Akquisition	70%	50%	55%	66%	41%	63%
Verkaufsobjekt	Joint Venture	5%	5%	4%	9%	10%	5%
	Minderheitsbeteiligung	5%	4%	4%	0%	0%	0%
	Akquisition	70%	48%	55%	83%	84%	82%
Verkäufer	Minderheitsbeteiligung	4%	4%	4%	4%	5%	3%

Quelle: BvD Zephyr Datenbank, Europäische Kommission, ZEW-Berechnungen

Kein erhöhtes Insolvenzrisiko für Unternehmen durch Private Equity-Investoren erkennbar

Private Equity (PE)-Investoren spielen in Europa eine zunehmend wichtige Rolle, die jedoch durch die Finanzkrise 2008 und 2009 einen Rückschlag erlitten hat. Nun scheinen sich die PE-Investoren langsam zu erholen. 2010 ist die Anzahl der PE-Transaktionen mit Zielunternehmen in einem der EU-15-Länder um über 30 Prozent gegenüber dem Vorjahr gestiegen.

Durch die Finanzmarktkrise hat die Frage nach dem Einfluss der PE-Investoren auf ihre Portfoliounternehmen zusätzlich an Bedeutung gewonnen. Insbesondere

sem Zusammenhang vorgeworfen, dass sie die Unternehmen in finanzielle Nöte oder gar in die Insolvenz treiben.

Ein aktuelles Forschungsprojekt am ZEW liefert Anhaltspunkte dafür, ob und wie PE-Investoren die finanzielle Situation und die Insolvenzrisiken ihrer Portfoliounternehmen beeinflussen. Auf Basis eines Vergleichs von 1.929 Portfoliounternehmen, die von PE-Investoren im Zeitraum 2000 bis 2008 in 15 EU-Ländern übernommen wurden, mit ähnlichen Unternehmen, die nicht Gegenstand einer PE-Transaktion

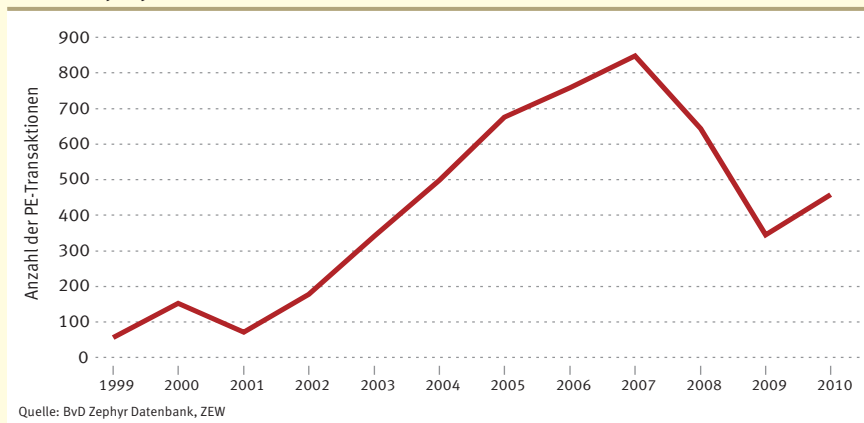
Frage nach, inwieweit diese Auswirkungen vom Syndizierungsverhalten und von der Erfahrung der Investoren abhängig sind und welche Rolle hierbei die Bedingungen auf dem Fremdkapitalmarkt spielen.

Die Studie zeigt, dass Portfoliounternehmen vor der Transaktion üblicherweise ein niedrigeres Niveau an finanziellen Schwierigkeiten aufweisen als vergleichbare, nicht PE-finanzierte Unternehmen. Nach der Transaktion verschlechtert sich allerdings die finanzielle Situation der Unternehmen, wie die oben genannten Indikatoren aufzeigen. Dieser negative Effekt ist insbesondere bei denjenigen Buyouts ausgeprägt, die in den Perioden mit günstigen Bedingungen auf dem Fremdkapitalmarkt übernommen werden. Die Studie zeigt jedoch, dass diese Verschärfung der finanziellen Lage der Portfoliounternehmen nicht zu höheren Insolvenzraten führt, vergleicht man diese Unternehmen mit ähnlichen nicht-PE-finanzierten Unternehmen.

Ferner weist die Analyse darauf hin, dass PE-Syndikate häufiger in Unternehmen mit höherer Verschuldung und stärker ausgeprägten finanziellen Schwierigkeiten investieren als PE-Fonds, die als Alleininvestoren agieren. Alleininvestoren verschärfen die finanziellen Schwierigkeiten ihrer Portfoliounternehmen nach der Transaktion. Diese Ergebnisse könnten ein Hinweis darauf sein, dass PE-Syndikate besser in der Lage sind, mit Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten zurechtzukommen als Alleininvestoren.

Mariela Borell borell@zew.de
Dr. Tereza Tykrová tykova@zew.de

Private Equity-Transaktionen in der EU-15



die politische Debatte wird durch die Sorge geleitet, dass PE-Investoren den Portfoliounternehmen durch eine zu hohe Verschuldung Schaden zufügen können. Diese Verschuldung resultiert aus der branchenüblichen Fremdkapitalfinanzierung der Transaktion (Leveraged Buyout). Insbesondere wird den PE-Investoren in die-

waren, wird der Einfluss von PE-Investoren auf den Verschuldungsgrad des Unternehmens untersucht. Analysiert werden ferner verschiedene Indikatoren, die finanzielle Schwierigkeiten („financial distress“) des Unternehmens signalisieren (O-score, Z-score und Zmijewski-score) sowie die Insolvenzraten. Das Projekt geht auch der

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

BUREAU VAN DIJK

Ein weltweit führender Anbieter
elektronischer Firmeninformationen

Der M&A Report wird gemeinsam vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) und Bureau van Dijk (BvD) erstellt. Er informiert halbjährlich über aktuelle Themen und Entwicklungen weltweiter Unternehmenszusammenschlüsse auf Basis der ZEPHYR-Datenbank. ZEPHYR liefert Detailinformationen von 830.000 M&A, IPO und Private Equity Transaktionen weltweit.

Projektteam M&A Report:

Vigen Nikogosian (Ansprechpartner), ZEW
Telefon 0621/1235-386, Telefax -170, E-Mail nikogosian@zew.de;
Mariela Borell, Dr. Nina Leheyda, Matthias Hunold, Dr. Tereza Tykrová, Dr. Tobias Veith, ZEW;
Nina Königer, BvD

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim
L 7, 1 . 68161 Mannheim
Telefon 0621/1235-01 . Fax 0621/1235-224
Internet: www.zew.de
© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2011

Bureau van Dijk
Hanauer Landstraße 175 - 179
60314 Frankfurt am Main
Telefon 069/963 665-40 . Fax 069/963 665-50
Internet: www.bvdinfo.com