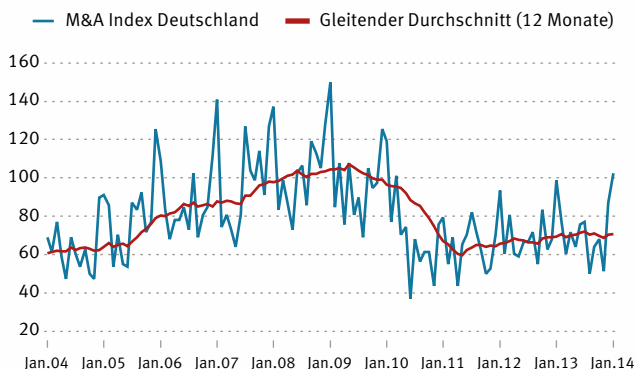


## ZEW-ZEPHYR M&A Index Deutschland: Leichter Anstieg der M&A Transaktionen

In den vergangenen sechs Monaten verzeichnete der deutsche M&A Markt einen leichten Aufwärtstrend. Während der ZEW-ZEPHYR M&A Index Deutschland im August 2013 mit 50 Punkten noch den niedrigsten Wert seit Oktober 2011 aufwies, überschritt er im Januar 2014 die hundert Punkte Marke. Dies gelang zuletzt vor vier Jahren im Januar 2010.

Im gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitt des ZEW-ZEPHYR M&A Index ist der leichte Aufschwung allerdings noch nicht erkennbar. Er pendelte im Jahr 2013 durchgehend zwischen 69 und 72 Punkten und steht derzeit bei 71 Punkten (Januar 2014).

ZEW-ZEPHYR M&A INDEX DEUTSCHLAND



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

Damit liegt der aktuelle Zwölfmonatsdurchschnitt mit einem Anstieg von fünf Punkten geringfügig höher als im Januar 2013.

Während im Geschäft mit Fusionen und Übernahmen im vergangenen Jahr nur ein leichter Anstieg der Anzahl an Transaktionen verzeichnet werden konnte, ist der Anstieg des aggregierten Volumens aller Deals mit bekanntem Transaktionswert deutlich höher und stellt mit 26,5 Milliarden Euro den höchsten Wert seit dem Jahr 2009 dar.

Im vergangenen Jahr sticht insbesondere ein Megadeal heraus. Mit einem Transaktionswert von 8,2 Milliarden Euro ist die Übernahme von Kabel Deutschland durch Vodafone im Oktober 2013 die Transaktion mit dem höchsten finanziellen Volumen seit sechs Jahren. Der britische Kommunikationsriese baut seine Präsenz im deutschen Markt damit deutlich aus. Ein größeres Transaktionsvolumen wurde zuletzt im Dezember 2007 erreicht. Damals ließ sich die Continental AG die Übernahme des bedeutenden Automobilelektronikzulieferers Siemens VDE Automotive AG 11,4 Milliarden Euro kosten.

Einen guten Indikator für die künftige Entwicklung des M&A Marktes stellen die Anzahl der Gerüchte zusammen mit den zugrunde liegenden geschätzten Transaktionswerten dar. Die Gerüchte bezüglich anstehender Übernahmen und Fusionen stützen die Prognose, dass es zu einer Belebung des deutschen M&A Marktes in der näheren Zukunft kommen wird. So ist die Anzahl der Gerüchte im Jahr 2013 um 23 Prozent gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Zieht man die geschätzten Transaktionswerte heran, so wird diese Tendenz weiter verstärkt: Der aggregierte geschätzte Transaktionswert aller Gerüchte verdoppelte sich 2013 verglichen mit dem Vorjahr von 24 auf 48 Milliarden Euro.

Sven Heim, heim@zew.de  
Florian Smuda, smuda@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.

# Einfluss der neuen AIFMD-Richtlinie auf die Unternehmensbewertungen

Die EU-Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Directive on Alternative Investment Fund Managers – AIFMD) wurde 2013 in nationales Recht umgesetzt. In Deutschland wurde das Gesetz zur Umsetzung der AIFMD-Richtlinie beschlossen. Wesentlicher Bestandteil des Gesetzes ist das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Unter das neue Gesetz fallen nicht nur Fonds, die bislang durch das Investmentgesetz reguliert waren, wie etwa offene Publikumsfonds. Das KAGB erfasst auch bislang kaum regulierte Bereiche wie geschlossene Fonds, zu welchen oft Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds gehören.

Das KAGB enthält unter anderem Vorgaben hinsichtlich der Bewertung des Fondsvermögens, Anforderungen an den Bewerter sowie die Bewertungshäufigkeit (§§168, 216, 217 KAGB) und macht einen umfangreichen Bewertungsprozess erforderlich. Private Equity Fonds etwa, die als geschlossener inländischer Publikumsfonds geführt werden, dürfen Beteiligungen an Unternehmen nur erwerben, wenn das Unternehmen zuvor von einem externen Bewerter, der die Anforderungen von §126 KAGB erfüllt, begutachtet wurde. Bei Investitionen über 50 Millionen Euro müssen zwei unabhängige Bewerter herangezogen werden (§261 KAGB). Darüber hinaus müssen mindestens einmal jährlich die Vermögensgegenstände bewertet und der Nettoinventarwert je Anteil oder Aktie berechnet werden. Die Bewertungen müssen den Anlegern offengelegt werden (§272 KAGB).

Hinsichtlich der Bewertungsmethodik ist das neue Gesetz jedoch wenig aufschlussreich. Gemäß § 168 Abs. 3 KAGB ist bei Vermögensgegenständen, die nicht zum Handel an einer Börse oder an einem anderen organisierten Markt zugelassen sind, „der Verkehrswert zugrunde zu legen, der bei sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten angemessen ist“. Obwohl §169 KAGB bestimmt, dass sich die Kriterien für die Verfahren für die ordnungsgemäße Bewertung und für die Berechnung des Nettoinventarwertes nach der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 bestimmen sollen, regelt diese Verord-

nung nur den Ablauf der Berechnung, nicht die Berechnungsmethode. Auch die auf Bewertungen ausgerichtete Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung (KARBV) gibt keinen Aufschluss über die konkreten Bewertungsverfahren.

Die neuen Gesetze und Verordnungen beeinflussen nicht die Methodik und die Ermittlung der Unternehmenswerte an sich, sondern stellen größere Anforderungen an die Bewertungsprozesse, deren Dokumentation, Validierungsprüfungen der Mo-



Foto: iStockphoto

delle und legen die häufigere und vor allem durch externe Bewerter durchzuführende Wertermittlung fest. Abgesehen von den positiven Effekten der neuen Regelungen verursachen die Anforderungen zusätzliche Kosten für die AIFMD, die letztendlich über den Kauf- bzw. Verkaufspreis bei den Transaktionen kompensiert werden können. So ist etwa zu erwarten, dass eine Private Equity Gesellschaft, die ein Unternehmen erwirbt, dem alten Gesellschafter einen niedrigeren Preis bezahlt, um die bereits entstandenen und noch entstehenden Kosten für den umfangreichen Bewertungsprozess kompensieren zu können.

Dr. Mariela Borell, borell@zew.de

## Facebook kauft WhatsApp

Am 19. Februar 2014 verkündete Facebook, das weltweit größte soziale Netzwerk, die Übernahme des Kurznachrichtendienstes WhatsApp. Umgerechnet knapp 14 Milliarden Euro lässt sich Facebook die Transaktion kosten, obwohl die Anzahl der Mitarbeiter von WhatsApp gerade einmal auf 50 Personen geschätzt wird. Seit dem Jahr 2007 hat Facebook insgesamt 43 Unternehmen gekauft. Der Zukauf von WhatsApp ist allerdings nicht nur der mit Abstand größte aller vergangenen Facebook-

Käufe, sondern auch eine der größten Transaktionen innerhalb der Technologiebranche weltweit.

Selbst die teuersten Übernahmen der Vergangenheit durch Facebook reichen bei Weitem nicht an das Niveau des WhatsApp-Kaufes heran. Beispielsweise kostete die Übernahme des Fotodienstes Instagram im Jahr 2012 Facebook umgerechnet 500 Millionen Euro und wurde damals schon als sehr teuer bewertet. Auch der Kauf des App-Entwicklers Onavo im Oktober

2013 fiel mit einem geschätzten Kaufpreis von 150 Millionen Euro deutlich kleiner aus. Von vielen Facebook-Übernahmen der vergangenen Jahre sind nur wenige Details bekannt und Kaufpreise wurden oft nicht öffentlich gemacht. Nur von zwölf der 43 Übernahmen gibt es bekannte Kaufpreise oder Kaufpreisschätzungen, wobei sich diese höchstens im zweistelligen Millionenbereich bewegen. Das Gesamtvolumen der durch Facebook getätigten Übernahmen seit 2007 (inklusive Instagram und Onavo) beträgt gut eine Milliarde Euro, was gerade einmal rund sieben Prozent des WhatsApp-Kaufpreises ausmacht (nur in der Zephyr-Datenbank verzeichnete Kaufpreise wurden ge-

zählt). Dieser Vergleich zeigt eindrücklich die besondere Stellung der WhatsApp-Übernahme in der Historie der vorangegangenen Käufe. Auffällig ist, dass Facebook vor allem für Unternehmen mit einer großen Mitgliederzahl bereit ist, große Kaufsummen zu bezahlen – jeweils über 100 Millionen Menschen benutzten Instagram und WhatsApp. Die im Vergleich kleinen Übernahmesummen wurden vor allem für Unternehmen bezahlt, die für Facebook interessante Technologien besaßen, jedoch selbst nur wenige Nutzer hatten.

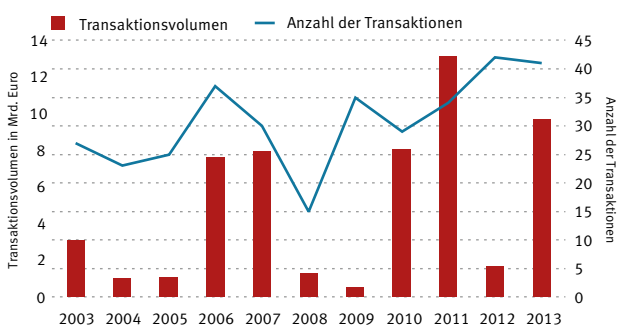
Alexander Roth  
Dr. Mariela Borell, borell@zew.de

## Konzentration auf Mobilfunkmärkten

Die Mobilfunkindustrie gehört seit der EU-weiten Marktliberalisierung zu den dynamischsten Branchen, sowohl im Hinblick auf technologische Innovationen als auch auf Veränderungen in der Marktstruktur. Letztere weist nach einer längeren Phase der Marktexpansion nunmehr seit einigen Jahren zunehmende Konsolidierungsprozesse vor allem in Form von Übernahmen

veau für den Endkunden mit sich. Sinkende Gewinnmargen aufgrund der gestiegenen Wettbewerbs- und Regulierungsintensität führten innerhalb der fixkostenintensiven Mobilfunkmärkte zu entsprechenden Konsolidierungsprozessen. Zudem sehen sich die klassischen Mobilfunkdienste wie Telefonie, SMS oder mobiles Internet auch außerhalb des Marktes mit zunehmender Konkurrenz durch Messaging-Dienste wie beispielsweise WhatsApp oder Facebook Chat konfrontiert, was bereits zu massiven Umsatzeinbußen bei einigen Unternehmen geführt hat.

ANGEKÜNDIGTE, ABGESCHLOSSENE UND LAUFENDE TRANSAKTIONEN VON MOBILFUNKUNTERNEHMEN INNERHALB DER EU27



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

und Fusionen aus. Die oben stehende Abbildung zeigt die abgeschlossenen, angekündigten und laufenden Übernahme- und Fusionsaktivitäten mit Beteiligung von Mobilfunkunternehmen innerhalb der 27 EU-Mitgliedsstaaten. Es ist zu erkennen, dass es im Zeitraum 2003 bis 2013 sowohl bei den involvierten Transaktionsvolumina (in Milliarden Euro) als auch bei der Anzahl der Transaktionen zu einem deutlichen Anstieg gekommen ist.

### Konkurrenz für klassische Mobilfunkdienste

Zu Beginn der Marktöffnung Mitte der 1990er bis Anfang der 2000er Jahre waren noch deutlich größere Margen auf den Mobilfunkmärkten zu realisieren als heute. Damals brachte ein Markteintritt einhergehender Infrastrukturwettbewerb in Verbindung mit sektorspezifischen Regulierungsverpflichtungen auf Vorleistungsebene auch ein nachhaltig sinkendes Preisni-

### Entstehung eines Dreier-Oligopols befürchtet

Auch in Deutschland ist eine zunehmende Konzentration auf Mobilfunkmärkten zu erkennen bzw. weiter zu erwarten. So wurde bereits im Sommer 2013 der milliarden schwere Zusammenschluss von E-Plus, Tochter der niederländischen KPN, und O2, Mobilfunkmarke der spanischen Telefonica-Gruppe, angekündigt. Da die relevanten Mobilfunkmärkte zwischenzeitlich bereits eine enge Oligopolstruktur aufweisen, gehen mit der geplanten Fusion auch entsprechende wettbewerbliche Bedenken einher. Tatsächlich hatten sowohl das Bundeskartellamt als auch die Monopolkommission ihre Bedenken hinsichtlich der negativen Folgen für den künftig zu erwartenden Wettbewerb offiziell geäußert. Die Monopolkommission verweist etwa in ihrem aktuellen Sondergutachten (2013, 66, Abs 24) darauf, dass die geplante Fusion ein Entstehen eines Dreier-Oligopols (Deutsche Telekom, Vodafone und O2/E-Plus) mit annähernd gleich großen Marktteilnehmer begründen würde. Die EU-Kommission sieht die wettbewerbliche Einschätzung der deutschen Behörden ähnlich und meldete im Dezember 2013 Bedenken gegen die Fusion an. Das Ergebnis der kartellrechtlichen Überprüfung ist demnächst zu erwarten. Eine vergleichbare Situation auf den österreichischen Mobilfunkmärkten, wo vor Kurzem ein Markt mit nur drei Anbietern von der EU-Kommission zugelassen wurde, lässt auch für den geplanten Zusammenschluss von E-Plus und O2 erwarten, dass die Europäischen Wettbewerbshüter eine etwaige Genehmigung an restriktive Auflagen knüpfen werden.

Dr. Wolfgang Briglauer, briglauer@zew.de

# Mehr Unternehmensfusionen nach Zusammenbruch von Kartellen

Kartellabsprachen zwischen Wettbewerbern zielen typischerweise darauf ab, den Wettbewerb zu reduzieren und gleichzeitig die eigenen Unternehmensgewinne zu erhöhen. Weil solche Vereinbarungen regelmäßig großen ökonomischen Schaden in Form von erhöhten Preisen oder reduzierten Innovationsaktivitäten verursachen, stellen sie weltweit einen schwerwiegenden Verstoß gegen die bestehenden Kartellgesetze dar.

Für ehemalige Kartellanten könnte nach dem Zusammenbruch eines Kartells ein verstärkter Anreiz bestehen, die infolge des Kartellzusammenbruchs verlorene Marktmacht durch das vermehrte Eingehen von Fusionen und Übernahmen wiederzuerlangen. Hierbei stehen nicht ausschließlich Fusionen zwischen ehemaligen Kartellmitgliedern im Mittelpunkt der Betrachtung, sondern insbesondere auch Übernahmen von kleineren und mittleren Unternehmen. Diese haben das Ziel, die eigene Marktposition in der Zeit nach dem Kartell gegenüber der Konkurrenz zu stärken. Darüber hinaus kann die Aufdeckung eines Kartells innerhalb einer Branche als eine Art exogener Schock aufgefasst werden, der zu strukturellen Umbrüchen führt und sich in einer erhöhten Anzahl an Transaktionen innerhalb einer Branche widerspiegelt. Basierend auf der Hypothese, dass Kartellzusammenbrüche die M&A Tätigkeiten in den betroffenen Branchen stimulieren, wurde mithilfe der Zephyr-Datenbank die M&A Aktivität in 24 Kartellbranchen um den Zeitpunkt des Kartellzusammenbruchs untersucht.

Die Ergebnisse zeigen, dass die Anzahl der weltweiten Unternehmenszusammenschlüsse nach einem Kartellzusammenbruch um bis zu 51 Prozent ansteigt, vergleicht man auf Branchenebene die drei Jahre vor und nach dem Zusammenbruch. In den drei Jahren vor Kartellzusammenbrüchen gab es demnach jährlich weltweit 696 Unternehmensfusionen in den in die Studie einbezogenen Branchen. In den drei Jahren nach den Kartellzusammenbrüchen waren es 1.052 Fusionen (siehe Tabelle unten). Werden ausschließlich horizontale Fusionen betrachtet,

das heißt Zusammenschlüsse von Unternehmen der gleichen Produktionsstufe, steigt die Anzahl der weltweiten Fusionen sogar um bis zu 83 Prozent. Hier handelte es sich um einen Anstieg von jährlich 196 auf 359 Fusionen weltweit.

Des Weiteren wurden die Daten für Fusionen mit Beteiligung eines europäischen Unternehmens sowie für Fusionen mit Beteiligung von ausschließlich europäischen Unternehmen be-



trachtet. Auch hier sind die Anstiege klar zu erkennen, allerdings nicht so deutlich ausgeprägt wie für weltweite Fusionen.

Für Wettbewerbsbehörden bedeuten die Ergebnisse, dass Fusionen für die beteiligten Unternehmen möglicherweise eine „second best“-Alternative zum gerade zusammengebrochenen Kartell darstellen. Ehemalige Kartellunternehmen sollten daher auch nach Ende des Kartells von den Wettbewerbsbehörden weiterhin beobachtet werden, um zu verhindern dass die vermehrten Fusionsaktivitäten mittel- und langfristig zu kartellähnlichen Marktstrukturen führen.

Florian Smuda, smuda@zew.de

DURCHSCHNITTLICHE JÄHRLICHE ANZAHL AN FUSIONEN UND ÜBERNAHMEN SOWIE PROZENTUALE VERÄNDERUNGEN 3 JAHRE VOR BIS 3 JAHRE NACH KARTELLZUSAMMENBRUCH

	Durchschnittliche Anzahl an Transaktionen					
	Alle Unternehmensfusionen			Horizontale Unternehmensfusionen		
Geografische Reichweite	3 Jahre vor Zusammenbruch des Kartells	3 Jahre nach Zusammenbruch des Kartells	Veränderung	3 Jahre vor Zusammenbruch des Kartells	3 Jahre nach Zusammenbruch des Kartells	Veränderung
Weltweit	696	1.052	51,2%	196	359	83,2%
Mindestens ein europäisches Unternehmen an der Fusion beteiligt	414	522	25,1%	129	188	45,7%
Ausschließlich europäische Unternehmen an der Fusion beteiligt	275	351	27,6%	76	126	65,8%

Quelle: ZEW