

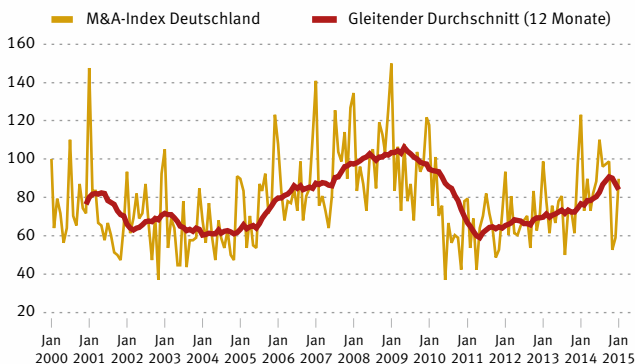
Fusionen und Übernahmen in Deutschland: Aufwärtstrend im M&A-Markt erhält Dämpfer

Der seit nunmehr vier Jahren anhaltende Aufwärtstrend bei Übernahmen und Fusionen mit deutscher Beteiligung (M&A) scheint vorerst gestoppt. Zwar setzte sich der Anstieg auch im Herbst 2014 fort, die schleppenden M&A-Aktivitäten Ende des Jahres 2014 verpassten dem Aufschwung nun jedoch einen sichtlichen Dämpfer. Dies belegt der ZEW-ZEPHYR M&A-Index, der seit August 2014 von 96 Indexpunkten bis Oktober 2014

US-Pharmakonzerns Merck & Co. durch Bayer, die sich die Leverkusener 11,3 Milliarden Euro kosten ließen. Nach zähen Verhandlungen und dem Erhalt der erforderlichen Kartellfreigaben konnte Bayer den Deal im Oktober 2014 schließlich realisieren und so zum weltweit zweitgrößten Anbieter von rezeptfreien (sogenannten „over the counter“ oder OTC) Medikamenten und Health Care Produkten aufsteigen. Die Übernahme stellte zugleich auch den größten Deal mit deutscher Beteiligung seit der horizontalen Akquisition des Autozulieferers VDO, einer Siemens-Tochter, dar, für den die Continental AG seiner Zeit 11,4 Milliarden Euro auf den Tisch legte.

Ob es sich bei dem jüngsten Abwärtstrend nur um eine Atempause handelt, ist gegenwärtig noch unklar. Zwar legte der ZEW-ZEPHYR M&A-Index bereits im Januar 2015 deutlich zu und kletterte erneut auf 90 Indexpunkte. Da der Januar traditionell der stärkste Monat hinsichtlich der M&A-Aktivitäten ist, muss dieser Anstieg jedoch mit Vorsicht interpretiert werden, insbesondere weil in den vergangenen zehn Jahren nur im Januar 2011 ein niedrigerer Indexwert erzielt wurde (79 Indexpunkte). Gleichzeitig lässt eine hohe Anzahl an Gerüchten über anstehende M&A's jedoch auf eine baldige Erholung der Investitionstätigkeiten mit deutscher Beteiligung hoffen.

ZEW-ZEPHYR M&A INDEX DEUTSCHLAND



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

auf 99 Indexpunkte leicht anstieg, ehe er im November und Dezember einen Sturzflug hinlegte und die 60 Punktemarke zum ersten Mal seit August 2013 (50 Punkte) wieder deutlich unterschritt. Dies macht sich auch im gleitenden Zwölf-Monatsdurchschnitt des ZEW-ZEPHYR M&A-Index bemerkbar. Der Index war noch im Oktober 2014 mit 91 Punkten auf ein Vierjahreshoch geklettert, ehe er im Januar 2015 mit 84 Indexpunkten wieder auf den Wert von August 2014 herabsackte.

Trotz der Turbulenzen konnten seit August 2014 auch einige bedeutende Deals verzeichnet werden. Alles in den Schatten stellte dabei die Übernahme des Consumer-Care Geschäfts des

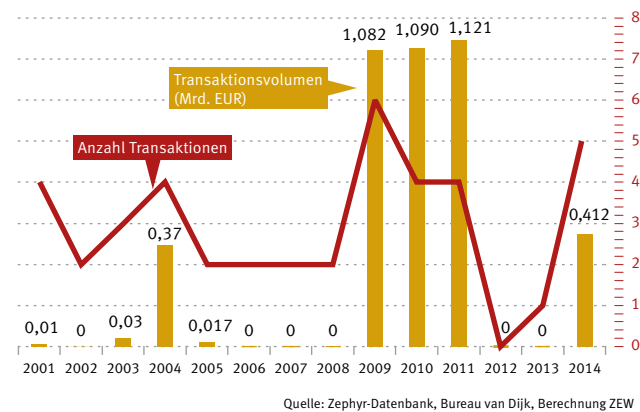
Sven Heim, heim@zew.de

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.

M&A-Aktivitäten im deutschen Stromnetz entspannen sich nach Zwischenhoch

Die M&A-Aktivitäten im Bereich der Stromübertragung und Stromverteilung haben sich in den vergangenen 15 Jahren in Deutschland im Durchschnitt auf knapp drei Transaktionen pro Jahr beschränkt. Jedoch fällt auf, dass gerade in den Jahren 2009 bis 2011 überdurchschnittlich viele Transaktionen stattfanden – Jahre, die durch die Finanz- und Schuldenkrise als auch durch die Einführung der Anreizregulierung, die einen grundlegenden

M&A-AKTIVITÄTEN IM BEREICH DER STROMÜBERTRAGUNG UND -VERTEILUNG



Paradigmenwechsel in der Entgeltbildung für die Nutzung der Strom- und Gasnetzen darstellte, geprägt waren. Das Jahr 2012 weist hingegen keine einzige Transaktion auf. Da über die Kaufpreise zumeist Stillschweigen vereinbart wurde, sind die Transaktionsvolumen nur für wenige Vorgänge bekannt.

Kapitalintensive Geschäfte zwischen 2009 und 2011

Die Jahre 2009 bis 2011 sind besonders durch kapitalintensive Transaktionen bei den Übertragungsnetzen geprägt. So veräußerte die RWE AG im Juni 2011 fast dreiviertel ihrer Anteile am Transportnetz Amprion an ein überwiegend deutsches Konsortium aus Infrastrukturfonds für rund 0,974 Milliarden Euro. Die Vattenfall Europe AG trat im März 2010 ihr Transportnetz 50Hertz Transmission an den belgischen Netzbetreiber Elia und einen australischen Infrastrukturfonds für 0,81 Milliarden Euro ab. Zudem verkaufte die E.ON AG ihr Höchstspannungsnetz im November 2009 an die niederländische TenneT Holding BV für 0,885 Milliarden Euro, um wettbewerbsrechtlichen Bedenken der europäischen Kommission zu zerstreuen.

Demgegenüber zeigte der Bereich der Stromverteilung durch seine kleinteiligere Struktur mit mehr als 700 Netzbetreibern vergleichsweise geringe Transaktionsvolumen. Im Jahr 2011

übernahm beispielsweise die EnergieVerbund Dresden GmbH einen Anteil an der ENSO Energie Sachsen Ost AG von der Vattenfall AG für 0,147 Milliarden Euro. Zudem veräußerte die Vattenfall AG 2009 ihre Tochter WEMAG AG an eine Gruppe von Kommunen und die Thüga AG für 0,17 Milliarden Euro.

Auch im Bereich der Stromverteilung gab es Fusionen. So schlossen sich 2011 die Technischen Werke Friedrichshafen und die Stadtwerke Überlingen zu den Stadtwerken am See zusammen. Aus den Stadtwerken Ludwigsburg und Kornwestheim entstanden 2008 die Stadtwerke Ludwigsburg-Kornwestheim. 2007 fusionierten die Stadtwerke Ennigerloh und Telgte sowie die Energieversorgung Ostbevern zu den Stadtwerken ETO. Das Ausbleiben von Firmenkäufen oder -zusammenschlüssen in 2012 ist möglicherweise auf das Vergrößern der Anlagenbasis für das Kostenprüfungsjahr 2011 zurückzuführen. In diesem Fall wäre mit ähnlichen Effekten in 2016 zu rechnen, abhängig von der Ausgestaltung des Regulierungsregimes ab 2019.

Deutsche Städte kaufen ihre Stromnetze zurück

Darüber hinaus lassen sich Rekommunalisierungen beobachten. Dazu zählt neben dem Zukauf durch den EnergieVerbund Dresden, einer einhundertprozentigen Tochter der sächsischen Landeshauptstadt, auch der Rückkauf der HEAG Südwesthessische Energie AG von der E.ON AG durch das Beteiligungsmanagement der Stadt Darmstadt für 0,28 Milliarden Euro. Zudem kaufte im Januar 2014 die Stadt Hamburg nach einem entsprechenden Volksentscheid das städtische Stromnetz vollständig von Vattenfall für rund 0,412 Milliarden Euro. Da in den kommenden Jahren die Mehrzahl der Strom- und Gasnetz-Konzessionsverträge auslaufen, könnte sich dieser Trend verstärken, wenn weitere Kommunen diese Konzessionen selbst (zurück-)erwerben.

Umstrukturierungen verstärken M&A-Aktivitäten

Zudem ist denkbar, dass das regulatorische Umfeld in Zukunft zu stärkeren M&A-Aktivitäten führt. Bei der Anreizregulierung der Stromnetze legt die Bundesnetzagentur für die Netzbetreiber im Branchenmittel sinkende Erlösobergrenzen fest. Dies kann zu vermehrten Solvenz- und Bankrottproblemen führen und so Zusammenschlüsse nach sich ziehen. Außerdem werden sich in diesem Jahr auch die Details der radikalen Neuausrichtung der E.ON SE zeigen. Beabsichtigt ist eine Abspaltung des bisherigen Kerngeschäfts um den Betrieb der Atom-, Kohle- und Gaskraftwerken. Ob bei einer Fokussierung auf den Bereich der erneuerbaren Energien auch am Vertriebs- und Netzgeschäft festgehalten wird, ist momentan noch nicht bekannt.

Übernahme-Hoch im US-Öl- und Gassektor

Mit 130 Fusionen und Übernahmen im Jahr 2014 haben die M&A-Aktivitäten im Sektor der Öl- und Gasgewinnung in den USA ein Allzeithoch erreicht. Auch das Transaktionsvolumen war mit mehr als 52 Milliarden Euro seit zehn Jahren nicht mehr so hoch. Nur im Jahr 2005 lag das Transaktionsvolumen mit knapp 72 Milliarden Euro höher. Im Vergleich zum Vorjahr 2013 als die Anzahl der Transaktionen bei 107 und das Transaktionsvolumen bei 35 Milliarden Euro lag, ist das ein Plus von 80 beziehungsweise 49 Prozent. Für die gesteigerte M&A-Aktivität in der Öl- und Gasbranche in den USA gibt es hauptsächlich zwei Gründe.

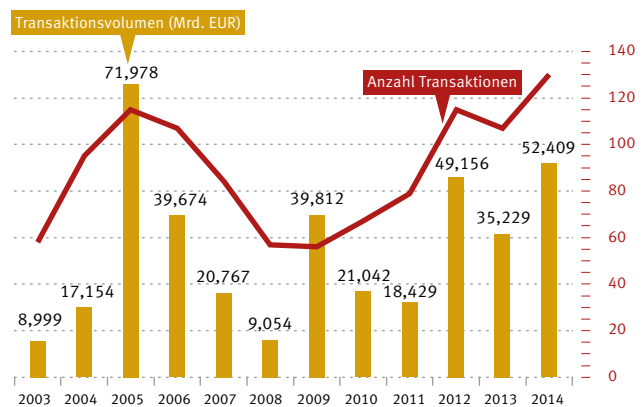
Der erste ist, dass seit Herbst 2014 der Rohölpreis auf dem Weltmarkt rapide fiel. Im Januar 2015 lag er für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent zeitweise unter 50 US-Dollar. Diese geringen Handelspreise führten vor allem im letzten Quartal des Jahres 2014 verstärkt zu Fusionen und Übernahmen. In den USA hatte der niedrige Rohölpreis auch zur Folge, dass die Unternehmenswerte fielen und kleinere Unternehmen als potenzielle Übernahmekandidaten noch attraktiver wurden.

Das Risiko einer Übernahme könnte jedoch auch große Konzerne treffen. Obwohl der in London ansässige Ölkonzern BP die Ölkatastrophe im Golf von Mexiko von 2010 überwunden hat, ist der Gewinn pro Aktie immer noch deutlich geringer und die Kosten höher als bei Konkurrenten vergleichbarer Größe. Gerüchten zufolge soll der britische Konzern im Dezember ein Übernahmeangebot vom niederländischen Rivalen Royal Dutch Shell erhalten haben. Die beiden Unternehmen ließen die Übernahmerüchte jedoch unkommentiert.

Der zweite Grund für die gestiegenen M&A-Aktivitäten ist, dass sich die Branche für die Gewinnung von Gas aus Schiefergestein noch in ihrer Konsolidierungsphase befindet. Das sogenannte „Fracking“ hatte zuletzt vor allem in den USA einen enor-

men Aufstieg erlebt. Im Moment bereinigt sich der junge Markt. Das heißt, viele Firmen schließen sich zusammen oder werden aufgekauft. Diese Konsolidierungsphase hatte somit ebenfalls Anteil an den zuletzt hohen M&A-Aktivitäten im US-amerikanischen Öl- und Gassektor. Sollte der Ölpreis indes weiterhin auf einem so geringen Niveau bleiben und möglicherweise ein Me-

ABGESCHLOSSENE FUSIONEN UND ÜBERNAHMEN IN DER ÖL- UND GASGEWINNUNG IN DEN USA VON 2003 BIS 2014



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

gadeal anstehen, gehen die Prognosen für 2015 davon aus, dass die Fusionen und Übernahmen noch steigen werden. Gestützt wird diese Prognose von weiteren zu erwartenden Konsolidierungen in der jungen Sparte der Schiefergasgewinnung.

Niklas Dürr, duerr@zew.de

Investoren entdecken den Wachstumsmarkt für Tierfutter und Tiergesundheit

Haustiere sind für viele ihrer Halter schon fast Familienmitglieder. Von dieser Tierliebe profitieren allerdings nicht nur die Haustiere, sondern auch eine gesamte Industrie, die sich mit der Herstellung von Tierfutter und weiteren Tierartikeln sowie mit Produkten und Dienstleistungen rund um die Tiergesundheit befasst. Die enorme Größe, die dieser Markt erreicht hat, und die steigende Attraktivität der Branche für Investitionen spiegeln sich in dem hohen Volumen der jüngsten Transaktionen wieder. Im August 2014 kaufte der US-Konzern Mars den Hauptteil der Tierfuttersparte des US-Konsumgüterkonzerns Procter & Gamble (P&G) für 2,17 Milliarden Euro. Mars war bereits vor der Übernahme einer der größten Anbieter von Tiernahrung und

stellt unter anderem die Marken Whiskas, Frolic, Pedigree oder Royal Canin her. Nun übernimmt Mars zusätzlich die Marken Iams, Eukanuba und Natura von P&G. Da die Transaktion insbesondere die amerikanischen Märkte umfasst, sucht P&G für mehrere europäische Länder eine alternative Lösung.

Tiergesundheit entwickelt sich zum Milliardengeschäft

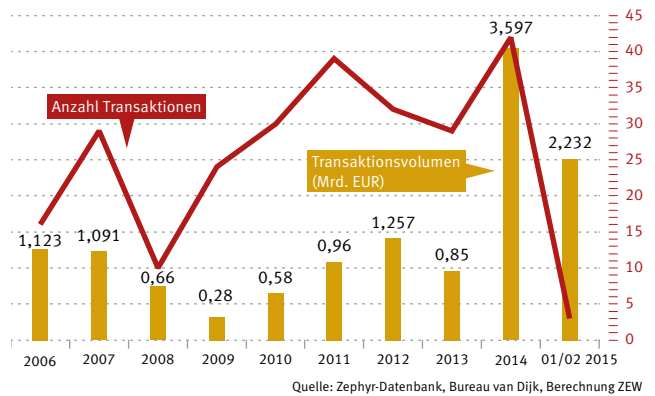
Im Februar 2015 wurde eine weitere milliardenschwere Transaktion abgeschlossen. In der schnellwachsenden Branche für Tiergesundheit übernahm AmerisourceBergen Corporation das Unternehmen MWI Veterinary Supply für 2,21 Milliarden Euro.

AmerisourceBergen Corporation ist einer der größten global tätigen Dienstleister für die Pharmaindustrie. Die Tätigkeit von MWI Veterinary Supply fokussiert sich auf den Vertrieb von Tiergesundheitsprodukten in den USA und Großbritannien.

Das Jahr 2015 verspricht einen neuen Rekordwert

Diese einzelne Übernahme treibt das Transaktionsvolumen in der Branche für die ersten zwei Monate des laufenden Jahres auf das Doppelte des durchschnittlichen Jahresvolumens im untersuchten Zeitraum (2006 bis 2013). Somit sind die Aussichten für das Jahr 2015 gut, den Rekordwert von 3,6 Milliarden Euro im Jahr 2014 zu übertreffen. Auch die Private Equity (PE)-Investoren weisen verstärkt Interesse an der Branche für Tierprodukte auf. Im Jahr 2014 übernahm der PE-Investor Thomas H Lee Partners LP das Unternehmen Phillips Feed Service Inc., einen Anbieter von Tierfutter und Tierdienstleistungen, für knapp 0,37 Milliarden Euro. Bei der geografischen Verteilung der Transaktionen dominiert der US-amerikanische Markt mit

M&A-AKTIVITÄT AUF DEM MARKT FÜR TIERFUTTER UND TIERGESUNDHEIT



43 Prozent des gesamten Deal-Volumens gefolgt von Transaktionen in Japan (9,4 Prozent) und Frankreich (6,6 Prozent).

Dr. Mariela Borell, borell@zew.de

Megadeals in den USA beflügeln M&A-Markt in der Chemiebranche

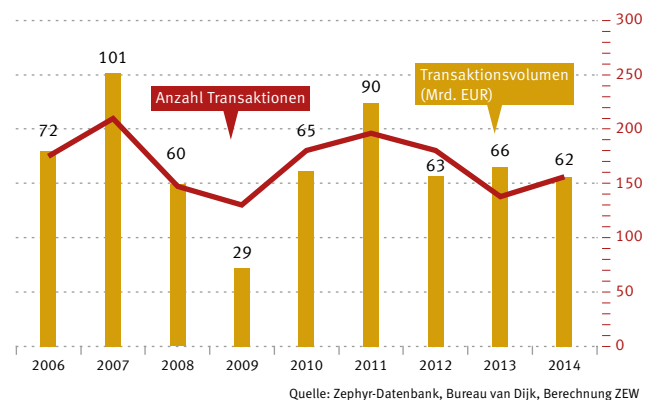
Nachdem die weltweiten M&A-Transaktionen in der chemischen Industrie im Jahr 2009 als Folge der Subprime-Krise eingebrochen waren, folgten zwei Jahre mit verstärkter M&A-Aktivität. Im Jahr 2010 wurden 180 Transaktionen mit einer jeweiligen Mindestgröße von 0,05 Milliarden Euro durchgeführt. Diese Deals haben ein Gesamtvolumen von 64,5 Milliarden Euro erreicht. Im Jahr 2011 wurden 196 Transaktionen mit einem aggregierten Volumen von fast 90 Milliarden Euro abgeschlossen.

Trend geht zu durchschnittlich größeren Transaktionen

Einer der Gründe für die erreichten Rekordwerte in 2011 war die Investmentlegende Warren Buffett, dessen Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway Inc. sich die im US-Bundesstaat Ohio ansässige Lubrizol Corporation für rund sieben Milliarden Euro einverleibte. Nach dem erzielten Spitzenvolumen in 2011 pendelten sich die aggregierten Transaktionswerte in den Jahren 2012 bis 2014 auf einem Niveau um die 65 Milliarden Euro ein. Das Volumen dieser Deals wurde mit einer niedrigeren Anzahl an Übernahmen erreicht, was auf eine Tendenz zu im Durchschnitt größeren Transaktionen hinweist.

Besonders hervorzuheben sind die jüngsten Megadeals auf dem US-amerikanischen Markt. Zum Jahresbeginn 2015 übernahm das Unternehmen Albemarle Corp. die Rockwood Holdings Inc. für 5,23 Milliarden Euro. Im Dezember 2014 kaufte die Eastman Chemical Company die Tamino Corp. für 2,26 Milliarden

M&A-AKTIVITÄTEN IM BEREICH DER HERSTELLUNG VON CHEMIKALIEN UND CHEMISCHEN PRODUKTEN



Euro. In den ersten zwei Monaten des Jahres 2015 verzeichnete die Chemiebranche zehn Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 6,3 Milliarden Euro. Bezogen auf den Gesamtwert der weltweiten Deals in der chemischen Industrie im Zeitraum 2006 bis Februar 2015 sind die USA weiterhin unangefochtener Spitzenreiter mit einem Anteil von 36 Prozent. Die nächsten beiden Plätze teilen sich Deutschland und Russland mit jeweils acht Prozent, gefolgt von Großbritannien mit sechs Prozent.

Patrick Seidelmann
Dr. Mariela Borell, borell@zew.de