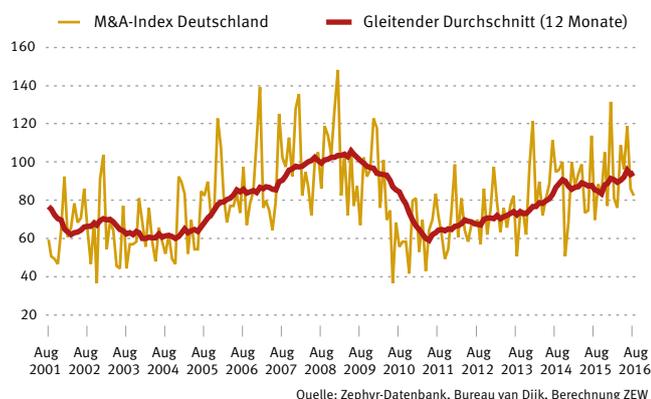


## Fusionen und Übernahmen in Deutschland: M&A-Index erreicht neue Spitzenwerte

Die Übernahmen von und Fusionen mit deutschen Unternehmen befinden sich weiterhin auf dem Weg zu historischen Höchstwerten. Dies zeigt sich deutlich im gleitenden Zwölf-Monatsdurchschnitt des ZEW-ZEPHYR M&A-Index. Der Index, basierend auf der Anzahl der getätigten Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A), steigt seit Beginn der Merger-Welle Anfang des Jahres 2011 kontinuierlich, abgesehen von einem kleineren Abwärtstrend im Jahr 2015. Im August 2016 stand der Index bei 96 Punkten, höhere Werte wurden zuletzt

Dabei ist auffallend: Deutsche Unternehmen sind gegenwärtig insbesondere für andere deutsche Unternehmen attraktiv. Zwar ist die Anzahl an Transaktionen mit deutschem Übernahmezweck generell gestiegen, relativ jedoch am stärksten bei innerdeutschen M&A. Knapp 60 Prozent aller Transaktionen werden gegenwärtig innerhalb von Deutschland abgewickelt. Anfang 2012 waren es knapp 50 Prozent. Derzeit mehrt sich auch die Anzahl der Käufer aus der Euro-Zone (exklusive Deutschland). Der durchschnittliche Anteil dieser Käufer an den getätigten Transaktionen insgesamt hat sich in den vergangenen drei Jahren stetig erhöht und liegt gegenwärtig bei 14 Prozent. Im Jahr 2012 lag der Anteil noch bei zehn Prozent. Käufer außerhalb des Euro-Raums sind momentan nur für 26 Prozent aller Transaktionen verantwortlich, was die relativ niedrigste Beteiligung am deutschen M&A-Markt seit mehr als fünf Jahren bedeutet.

### ZEW-ZEPHYR M&A-INDEX DEUTSCHLAND



2009 erreicht. Der hohe gegenwärtige Wert des gleitenden Zwölf-Monatsdurchschnitts kann dabei nicht auf einzelne Ausreißer zurückgeführt werden. Zwar wurde im Januar 2016 der höchste Wert für einen einzelnen Monat seit 2008 gemessen (132 Indexpunkte), zwischen Februar und August 2016 konnte der ZEW-ZEPHYR M&A-Index allerdings noch in zwei weiteren Monaten die 100-Punkte-Marke übersteigen. Auch dies war zuletzt 2009 der Fall.

### Rekordübernahmen im dritten Quartal

Den größten Deal des vergangenen Quartals stellte eine Transaktion zwischen Geldautomatenherstellern dar. Da die Relevanz von Bargeld in vielen Ländern kontinuierlich sinkt, ist eine Restrukturierung notwendig geworden. Den Paderborner Geldautomaten-

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.



produzenten Wincor Nixdorf ließ sich die bisherige US-amerikanische Konkurrenz von Diebold rund 1,8 Milliarden Euro kosten.

Die wohl spektakulärste und größte Übernahme eines deutschen Unternehmens wurde jedoch abgewendet. Der Agrarchemie-Konzern Monsanto aus den Vereinigten Staaten versuchte im März 2016 erfolglos, sich das Agrarchemie-Geschäft der Leverkusener Bayer AG anzueignen. Monsanto war dabei gewillt, rund 30 Milliarden Euro aufzubringen – was die bei weitem größte Übernahme eines deutschen Unternehmens in der Geschichte gewesen wäre. Im September 2016 wendete sich das Blatt drastisch, denn es waren schließlich die Leverkusener, die Monsanto für die Rekordsumme von 59 Milliarden Euro schluckten. Damit

stach Bayer auch den Konkurrenten BASF aus, der ebenfalls Interesse an Monsanto gezeigt hatte. Der letztendlich schnellen Abwicklung kam möglicherweise auch die ähnliche Stakeholder-Struktur beider Unternehmen entgegen: Der Finanzinvestor BlackRock ist bei Bayer der größte Aktionär und hatte bereits während der Übernahmeverhandlungen seinen Anteil an den Leverkusenern von sechs Prozent auf sieben Prozent erhöht. Bei Monsanto ist BlackRock immerhin der zweitgrößte Anteilseigner mit sechs Prozent. Mehr Anteile hält bei Monsanto nur Vanguard – ebenfalls ein US-amerikanischer Finanzinvestor. Vanguard wiederum ist auch bei Bayer ein Großaktionär.

Dr. Sven Heim, heim@zew.de

## M&A-Geschäfte in IT-Branche schrumpfen

Weltweit sind die M&A-Aktivitäten in der IT-Branche in den vergangenen Jahren deutlich zurückgegangen. Besonders auffällig ist dieser Trend in den USA, dem wichtigsten Markt für etablierte IT-Riesen, aber auch für Internet-Startups. Seit dem Jahr 2011 fiel in den Vereinigten Staaten die Anzahl der Transaktionen kontinuierlich von Jahr zu Jahr und lag 2015 nur noch bei 521. Im Vergleich zum Jahr 2011 ist das ein Rückgang von 61 Prozent. Auch das Transaktionsvolumen ist mit Ausnahmen in den Jahren 2012 und 2014 entsprechend rückläufig. Im Jahr 2015 lag es bei lediglich 20,48 Milliarden Euro und damit auf dem gleichen niedrigen Niveau wie im Krisenjahr 2009.

Die hohen Transaktionsvolumina in den Jahren 2012 und 2014 waren auch nur getrieben von einzelnen großen Transak-

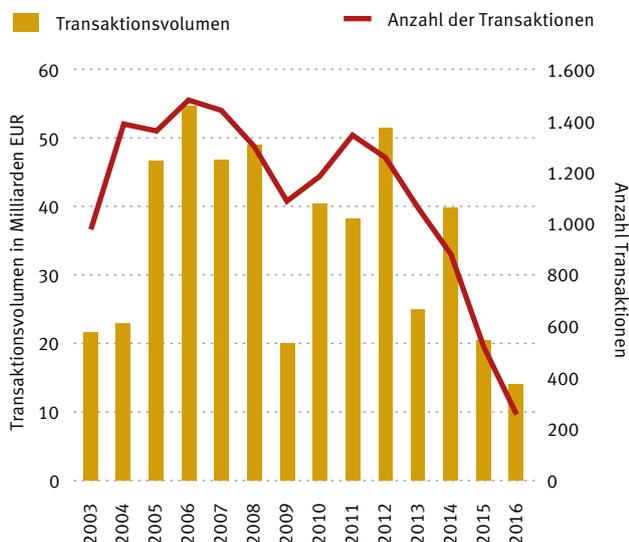
tionen, wie der Übernahme des Nachrichtensofortdienstes Whatsapp durch den US-Internetgiganten Facebook, die alleine mit 15 Milliarden Euro bewertet wurde. Würde man diese Transaktionen herausrechnen, lägen auch diese beiden Jahre deutlich im beobachteten Abwärtstrend. Die Daten für das Jahr 2016 wurden bis einschließlich Juni erhoben.

### Skepsis überwiegt bei der Übernahme junger Internetunternehmen

Die beobachtete negative Tendenz könnte mit einer neuen Skepsis gegenüber jungen IT-Startups zusammenhängen. Zahlreiche junge Unternehmen sehen sich zunehmend mit starken Wettbewerbern konfrontiert und können oft die in sie gesetzten Hoffnungen nicht erfüllen. So fällt es vielen Startups nach wie vor schwer, die Gewinnschwelle zu überschreiten und schwarze Zahlen zu schreiben. Auch wenn es im Moment noch nicht beobachtet werden kann, erwägen wohl einige Startups den Gang an die Börse. Um an frisches Kapital zu gelangen und auch mangels Alternativen, wird ein derart risikoreicher Schritt für viele junge Unternehmen wahrscheinlicher. Das wohl bekannteste Beispiel jüngster Zeit ist der Online-Datenspeicherdienst Dropbox. Es wird spekuliert, dass das Unternehmen Anfang 2017 an die Börse gehen könnte.

Mehrere junge Unternehmen aus dem Silicon Valley sind extrem hoch bewertet, sehen sich jedoch durchaus Herausforderungen gegenüber. Bestes Beispiel ist der auf 70 Milliarden Dollar geschätzte Mobilitätsdienstleister Uber, der sich jüngst aus dem Chinageschäft zurückziehen musste. Angesichts solcher ernüchternder Meldungen sorgen sich Investoren in der Branche wieder, Unternehmen könnten zu hoch bewertet sein. Die Furcht vor dem Platzen einer Blase wächst, was bei Investoren wiederum zu Zurückhaltung beim Zukauf neuer Unternehmen führt. Diese Zurückhaltung spiegelt sich auch in den Zahlen der vergangenen Jahre wider (siehe Grafik).

VOLUMEN UND ANZAHL DER TRANSAKTIONEN  
IN DER US-IT-BRANCHE IN DEN JAHREN 2003 BIS JUNI 2016



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

Niklas Dürr, duerr@zew.de



# Kapitalertragsbesteuerung bremst M&A-Aktivitäten weltweit

Deutschland und Großbritannien haben im Jahr 2002 die Kapitalertragssteuer für M&A auf Unternehmensebene abgeschafft. Es folgten ähnliche Reformen in zahlreichen weiteren europäischen Ländern wie zum Beispiel in Frankreich, Italien und in den skandinavischen Staaten (siehe Grafik) – eine Entwicklung, die von großer Bedeutung für die Übernahmeaktivität von Unternehmen ist.

Kapitalertragssteuern werden beim Verkauf von Unternehmen fällig, sobald der Verkäufer dabei einen Wertgewinn realisiert. Sie führen daher aus Sicht des Verkäufers zu einer Erhöhung der Transaktionskosten für die Übernahme. Folglich ist zu erwarten, dass der Verkäufer in den Übernahmeverhandlungen einen höheren Preis verlangen wird, um einen Teil dieser Kosten auf den Käufer zu übertragen. Ist der Käufer nicht bereit, den erhöhten Preis zu zahlen, platzt die Übernahme. Effektiv können Kapitalertragssteuern dadurch Übernahmen und Fusionen verhindern und haben deshalb einen negativen Einfluss auf die Anzahl erfolgreicher Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüsse. Dieser Mechanismus wird Lock-in-Effekt genannt.

## Anteilseigner von Unternehmen trifft es besonders

Eine ZEW-Studie nutzt die zahlreichen Reformen im Bereich der Kapitalertragssteuer für Unternehmen, um das Ausmaß des Lock-in-Effekts empirisch zu messen. Die so bestimmte Elastizität der Anzahl von M&A kann dann genutzt werden, um den jährlichen Verlust für Anteilseigner zu berechnen. Dieser Verlust entsteht, wenn aufgrund des Lock-in-Effekts Synergiegewinne aus M&A nicht genutzt wurden. In der Studie werden hauptsächlich M&A betrachtet, für die die Kapitalertragssteuer auf Unternehmensebene relevant ist: insbesondere Anteilsverkäufe zwischen Unternehmen. Die Daten zu den M&A-Aktivitäten werden über

die Zephyr-Datenbank von Bureau van Dijk (BvD) für die Jahre 2002 bis 2013 bezogen. Da die Zephyr-Datenbank mit anderen Unternehmensdatenbanken von BvD verknüpft ist, ist es möglich, für die einzelnen Unternehmensübernahmen zu ermitteln, ob es sich beim jeweiligen Verkäufer um ein Unternehmen handelt. Zudem lässt sich jeweils der Sitz des Verkäufers feststellen. Diese Informationen sind notwendig, um die Steuerpflicht bezüglich der Kapitalerträge aus dem M&A zu bestimmen.

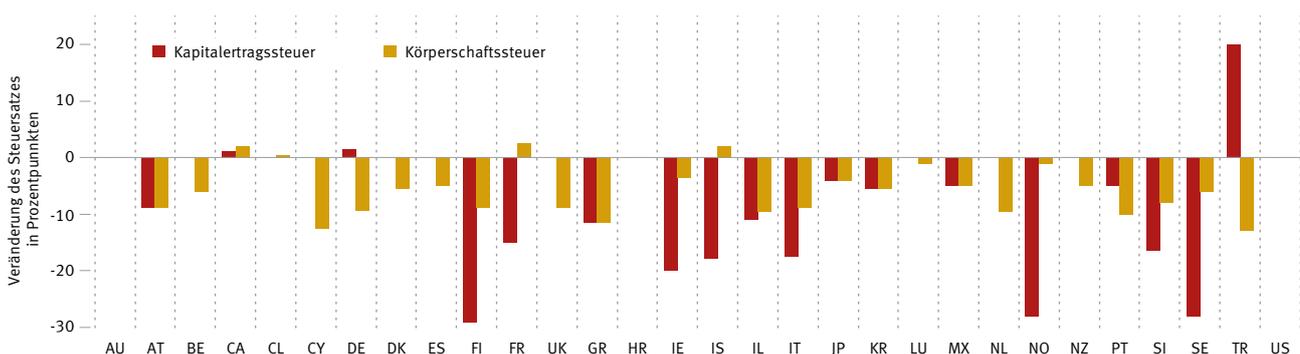
## Negativeffekte bei Anzahl und Volumen von M&A

Die Ergebnisse der Analyse zeigen einen deutlich negativen Einfluss der Kapitalertragssteuer auf die Anzahl und das Volumen von M&A. Demnach führt eine Senkung der Steuerrate für Verkäufe von gesellschaftlichen Beteiligungen um einen Prozentpunkt zu einer Erhöhung der Anzahl der M&As um 1,1 Prozent pro Jahr. Dieses Ergebnis wurde in der Studie in einem Folgeschritt genutzt, um den Anteilseignerverlust durch die Kapitalertragsbesteuerung bei M&A zu bestimmen. Der Wert der erwarteten Synergien wird dabei durch die ebenfalls über die Datenbank verfügbaren Akquisitionsprämien länderspezifisch angenähert. Kombiniert man diese Angaben mit dem Effekt der Kapitalertragsbesteuerung auf Übernahmeaktivitäten, lassen sich die Auswirkungen von Steuerreformen simulieren. So würde etwa eine Befreiung aller M&A zwischen Unternehmen von der Kapitalertragssteuer in den USA zu einem jährlichen Aktionärsvorteil von 3,06 Milliarden US-Dollar führen. Die Kapitalertragssteuer auf Unternehmensebene für M&A lag in den USA im Jahr 2013 bei 39,28 Prozent einschließlich der Steuerlast in den US-Bundesstaaten.

Die Studie in englischer Sprache findet sich zum Download unter: [www.zew.de/PU77087](http://www.zew.de/PU77087)

Maximilian Todtenhaupt, [todtenhaupt@zew.de](mailto:todtenhaupt@zew.de)

KUMULIERTE VERÄNDERUNG DER KAPITALERTRAGSSTEUERSÄTZE FÜR UNTERNEHMEN BEI M&A 2002 BIS 2013



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



# Wenige Großübernahmen prägen Telekommunikationsmarkt in den USA

Wie auch die europäischen Telekommunikationsmärkte unterlag der US-Telekommunikationsmarkt in den vergangenen Jahren einem massiven Konsolidierungstrend. Dabei lassen sich zwei Effekte beobachten: Einerseits steigen die aggregierten Transaktionsvolumina, andererseits verringert sich die Anzahl der getätigten M&A deutlich.

In den USA liegt die Anzahl der Akquisitionen und Fusionen bisher auf einem niedrigen Niveau, nachdem bereits das Jahr 2015 einen Tiefststand markierte. Gleichzeitig ist das aggregierte Transaktionsvolumen schon bis Ende August 2016 sehr hoch und übertrifft bereits die Höchststände der vergangenen Dekade. Daraus folgt, dass in den USA immer größere Transaktionen den Markt prägen, die nicht zuletzt durch Großakquisitionen auf dem Kabelnetzbetreiber- und Breitbandmarkt verursacht wurden. So verkündete Charter Communications im Mai 2016 die zweitgrößte bekannte Übernahme auf dem US-Telekommunikationsmarkt. Durch den Erwerb von Time Warner Cable für 69,6 Milliarden Euro sowie Bright House Networks für 9,2 Milliarden Euro wird die Mutterfirma unter der neuen Dachmarke Spectrum zum zweitgrößten Breitbandbetreiber sowie zum drittgrößten Pay-TV Provider der USA. Kurz darauf erwarb der niederländische Telekommunikationskonzern Altice für 15,6 Milliarden den Kabelnetzbetreiber Cablevision. Zusammen mit dem bereits 2015 durchgeführten Kauf von Suddenlink steigt die neu geschaffene US-Sparte des Konzerns damit zum viertgrößten US-Kabelnetzbetreiber auf. Ebenfalls 2015 kaufte AT&T den Satelliten Pay-TV Provider DirecTV

für 61,1 Milliarden Euro und wurde damit zum größten Pay-TV-Anbieter des Landes.

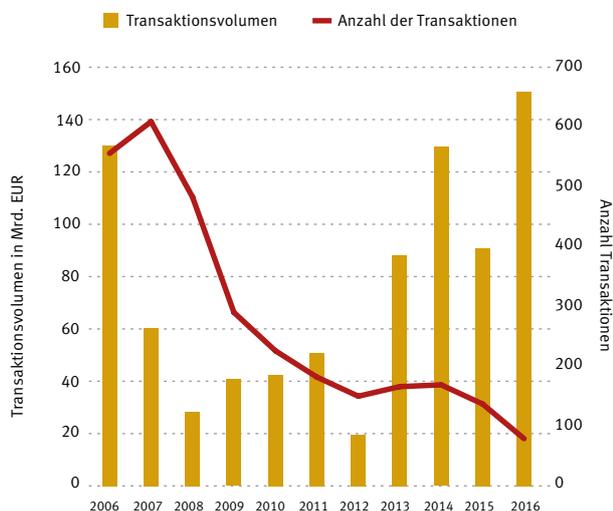
Gemeinsam haben diese großvolumigen Übernahmen, dass mit den M&A-Aktivitäten nicht nur auf Kosteneinsparungen durch Synergieeffekte abgezielt wird, sondern zunehmend strategische Portfolioerweiterungen auch außerhalb des Bereichs von klassischen Telekommunikations- und Internetdiensten eine Rolle spielen. Die Portfolioerweiterungen können als Reaktion auf eine steigende Nachfrage der Kunden nach integrierten Produktbündeln mit möglichst vielen Services gesehen werden. Des Weiteren spielen vor allem zugekaufte mediale Inhalte eine immer größere Rolle. So erwarb zum Beispiel AT&T durch die DirecTV-Übernahme auch die Rechte an der begehrten Sonntagsübertragung der National Football League (NFL).

Der Schluss liegt nahe, dass die herkömmlichen Telekommunikationsnetzbetreiber durch die Großübernahmen und die damit verbundenen Diversifikationen nicht nur auf Herausforderungen wie immer weiter steigende Kapazitätsansprüche reagieren wollen, sondern vor allem auch auf neu entstandene Konkurrenten der Internetwirtschaft, wie etwa Netflix und Amazon Prime Video im Bereich des Online-Streamings.

## Wettbewerbsrecht hinkt M&A-Aktivitäten hinterher

Auf Diversifikation ausgerichtete Fusionen mit speziellem Fokus auf Dienste und Plattformen der Internetwirtschaft werfen insbesondere in wettbewerbsrechtlicher Hinsicht neue Herausforderungen bei der Fusionskontrolle und Bestimmung von Marktmacht auf. So gibt es in der Internetwirtschaft oftmals ein großes Missverhältnis zwischen den Umsätzen, die ein Geschäftsmodell generiert und der Unternehmensbewertung auf externen Kapitalmärkten. Erfolgreiche Start-up-Unternehmen zeichnen sich in der Regel vor allem dadurch aus, dass sie schnell große Nutzerzahlen akquirieren und so proprietäre Datenbestände sichern können, die auch für Wettbewerber lukrativ sind. Dies schafft Anreize für vorherrschende Unternehmen, solche Unternehmen zu akquirieren. Die aktuelle Fusionskontrolle kennt jedoch lediglich Aufgreifschwellen, die sich noch am Umsatz der beteiligten Unternehmen orientieren und nicht etwa am Kaufwert des Unternehmens beziehungsweise der monetären Bewertung von Datenbeständen eines Unternehmens. Es wurde daher auf europäischer wie auch auf deutscher Ebene, etwa von der Monopolkommission angeregt, die Aufgreifschwellen neu zu definieren, um diesem Umstand Rechnung zu tragen. In diesem Zusammenhang fordert auch das Bundeskartellamt effektivere Entscheidungsgrundlagen, um dem Trend zur Monopolisierung in der Internetwirtschaft bei gleichzeitig ineffektiven Kontrollinstrumentarien entgegenzuwirken.

ANZAHL UND AGGREGIERTES VOLUMEN DER ABGESCHLOSSENEN M&A-AKTIVITÄTEN AUF DEM NAFTA-TELEKOMMUNIKATIONSMARKT VON 2006 BIS AUGUST 2016



Quelle: Zephyr-Datenbank, Bureau von Dijk

Dr. Wolfgang Briglauer, briglauer@zew.de