

## Milliardenpoker um Yahoo

Anfang Februar 2008 machte Microsoft den Yahoo-Aktionären ein offizielles Angebot: Microsoft möchte Yahoo für insgesamt knapp 45 Milliarden US-Dollar übernehmen. Der Software-Gigant will durch diese Übernahme seinen Abstand zu Google verringern, der klaren Nummer eins der stark wachsenden Branche für Onlinedienste. Die geplante Übernahme zielt vor allem auf die Vormachtstellung von Google im Bereich der Onlinewerbung.

Das Angebot von 31 US-Dollar pro Aktie entspricht einem satten Aufschlag von 62 Prozent je Aktie auf den letzten Schlusskurs vor der Ankündigung der Übernahme. Trotzdem bezeichnete Yahoo das Angebot als zu niedrig und argumentiert, dass Microsoft den Tiefstand der Yahoo-Aktie ausnutze. Der Mitbegründer und CEO von Yahoo, Jerry Yang, versucht mit allen Mitteln die Übernahme abzuschmettern. Viele Aktionäre sind von diesen Abwehrversuchen nicht begeistert und klagen dagegen.

Zurzeit dominiert Google mit einem Marktanteil von rund 80 Prozent den Markt für Onlinesuchmaschinen. Der restliche Marktanteil entfällt weitge-

hend auf Yahoo. Microsoft konnte den beiden Konkurrenten bislang kein adäquates Konzept entgegensetzen und versäumte lange den Einstieg in das Marktsegment der Onlinesuchmaschinen. Dieser Markt ist aber äußerst interessant, weil sich hier milliardenschwere Werbeeinnahmen erzielen lassen.

Ein Blick auf die bisherigen M&A-Strategien der beiden Konkurrenten Microsoft und Google zeigt, dass Microsoft mit der Akquisition der Online-Werbeagentur aQuantive Inc. im August 2007 und der kürzlich angekündigten Übernahme des norwegischen Entwicklers von Suchtechnologie Fast Search & Transfer ASA, erste Schritte unternommen hat, um zu Google aufzuschließen. Der Konkurrent hat allerdings in den vergangenen zwei Jahren ebenfalls einige größere Akquisitionen getätigt, um seine führende Position zu festigen und weiter auszubauen. Hierzu gehört insbesondere die Übernahme von DoubleClick Inc., einem der größten Online-Marketing-Dienstleister weltweit, im vergangenen April. Google zahlte für diese Übernahme rund 3,1 Milliarden US-Dollar und stach sowohl Yahoo als

auch Microsoft im Bieterkampf aus. Der Kauf der populären Onlinevideo-Plattform YouTube Inc. vor anderthalb Jahren eröffnete Google ebenfalls weitere Werbemöglichkeiten.

Die erfolgreiche Akquisition von Yahoo – die größte Übernahme in der IT-Branche seit der Fusion von Time Warner und AOL im Jahr 2001 – wäre für Microsoft ein entscheidender Schritt, um sich im lukrativen Online-Werbemarkt zu positionieren und möglicherweise die Vormachtstellung von Google in diesem Bereich anzugreifen. Wegen des Widerstands der Yahoo-Führungsspitze bahnt sich nun allerdings eine feindliche Übernahme des Konzerns an.

Welche Auswirkungen eine etwaige Fusion zwischen Microsoft und Yahoo auf die Online-Branche hätte, bleibt abzuwarten. Mit dem Übergang von einem Quasi-Monopol zu einem möglichen Duopol sind noch nicht absehbare Wettbewerbswirkungen auf den Markt verbunden. Die Wettbewerbsbehörden werden den Vorgang daher sehr genau im Auge behalten.

*Dr. Tereza Tykvová, tykvova@zew.de  
Daniel Weinreich*

Top-Five Deals Microsoft seit dem Jahr 2000

Volumen*	Kaufobjekt	Segment	Datum
6,0	aQuantive Inc. (US)	Online-Marketing	08/2007
1,4	Navision A/S (DK)	Software	08/2002
1,1	Great Plains Software Inc. (US)	Software	04/2001
0,8	Tellme Networks Inc. (US)	Internet-Telefonie	05/2007
0,5 (geschätzt)	Fast Search & Transfer ASA (NO)	Entwicklung von Online-Suchmaschinen	06/2008 (erwartet)

\* in Mrd. US-Dollar

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing  
Anmerkung: Es wurden nur komplette Akquisitionen berücksichtigt.

Top-Five Deals Google seit dem Jahr 2000

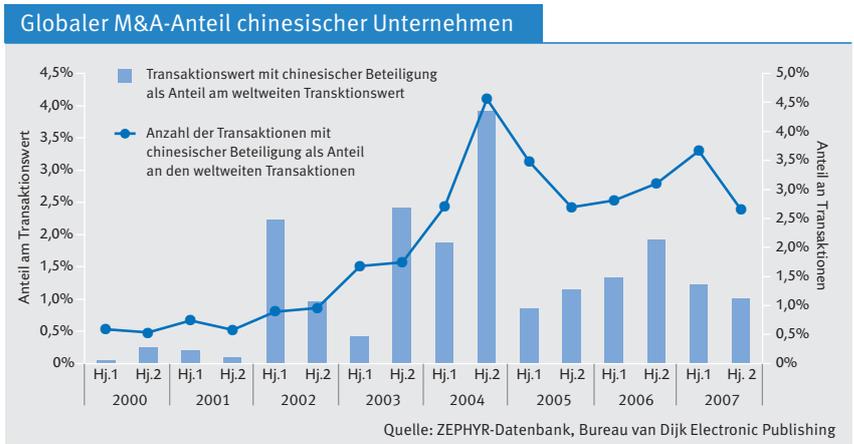
Volumen*	Kaufobjekt	Segment	Datum
3,1	DoubleClick Inc. (US)	Online-Marketing	04/2007
1,6	YouTube Inc. (US)	Online-Videoplattform	11/2006
1,3	dMarc Broadcasting Inc. (US)	Mediendienstleistungen	08/2006
0,6	Postini Inc. (US)	E-Mail-Sicherheit	09/2007
0,1	FeedBurner Inc. (US)	Software	06/2007

\* in Mrd. US-Dollar

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing  
Anmerkung: Es wurden nur komplette Akquisitionen berücksichtigt.

## Anteil Chinas am globalen M&A-Markt nimmt zu

Global hat sich die M&A-Beteiligung chinesischer Unternehmen entweder als Käufer oder als Ziel von Übernahmeaktivitäten erhöht. Sie stieg sowohl beim Transaktionswert als auch bei der Anzahl der Transaktionen von nahezu null Prozent beziehungsweise 0,5 Prozent im Jahr 2000 auf knapp 4,5 Prozent für beide Anteile im zweiten Halbjahr 2004. Diese Entwicklung ist durch deutlich mehr Akquisitionen ausländischer Unternehmen in China als durch Akquisitionen chinesischer Unternehmen im Ausland getrieben. Rund 1.000 Übernahmen in China mit einem Gesamtwert von 38 Milliarden Euro im Zeitraum von 2000 bis 2007 stehen nur 161 Transaktionen chinesischer Unternehmen im Ausland im Wert von rund 18 Milliarden Euro gegenüber. Die Zielunternehmen



chinesischer Käufer im Ausland sind damit im Durchschnitt deutlich größer als die Ziele ausländischer Unternehmen in China. Auffallend sind große Transaktionen chinesischer Unternehmen in der

Rohstoffbranche. So übernahm die China Petroleum & Chemical Corporation im August 2006 für 2,7 Milliarden Euro den russischen Ölkonzern Udmurtneft.

*Dr. Christoph Grimpe, grimpe@zew.de*

## Deutlicher Rückgang des Transaktionswerts

Die weltweiten M&A-Aktivitäten haben in den vergangenen Monaten deutlich abgenommen. Dementsprechend ist der kumulierte Transaktionswert der von Investmentbanken betreuten M&A deutlich von 7,7 Billionen Euro im Oktober 2007 auf 2,5 Billionen Euro Ende Februar 2008 gesunken. Die Anzahl der Transaktionen ging weniger stark zurück, ein Zeichen dafür, dass die M&A-Schwäche eher die Megadeals betrifft.

Kaum Bewegung gab es im vergangenen halben Jahr im Ranking der Investmentbanken. Die ersten vier Positionen bleiben unverändert mit Morgan Stanley an der Spitze. Lazard ist nach anderthalb schwächeren Jahren erneut in die Top 10 aufgestiegen. Deutlich mehr Bewegung zeigt sich im Ranking der Private Equity-Gesellschaften. Hier führt zwar wieder Kohlberg Kravis Roberts & Company das Ranking an. Allerdings

verteidigten nur zwei weitere Finanzinstitute ihre Position unter den besten zehn. Alle anderen Plätze werden von Firmen belegt, die zuvor nicht im Ranking vertreten waren. Während die Anzahl der mit Private Equity finanzierten Transaktionen mit 2.566 nahezu unverändert blieb, sank der kumulierte Transaktionswert um 45 Prozent auf 541 Milliarden Euro.

*Mariela Borell, borell@zew.de*

Ranking der Investmentbanken				
Rang		Investmentbank	Transaktionswert (Mrd. EUR)	Anzahl der Transaktionen
1	(1)	Morgan Stanley	349	131
2	(2)	Citigroup Inc.	320	107
3	(3)	Goldman Sachs	241	79
4	(4)	UBS	239	111
5	(7)	Merrill Lynch	230	91
6	(6)	Credit Suisse	229	108
7	(5)	Lehman Brothers	225	79
8	(8)	JP Morgan	209	92
9	(9)	Deutsche Bank	156	46
10	(-)	Lazard	114	78
		andere	143	2.117
		gesamt	2.454	3.039

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing

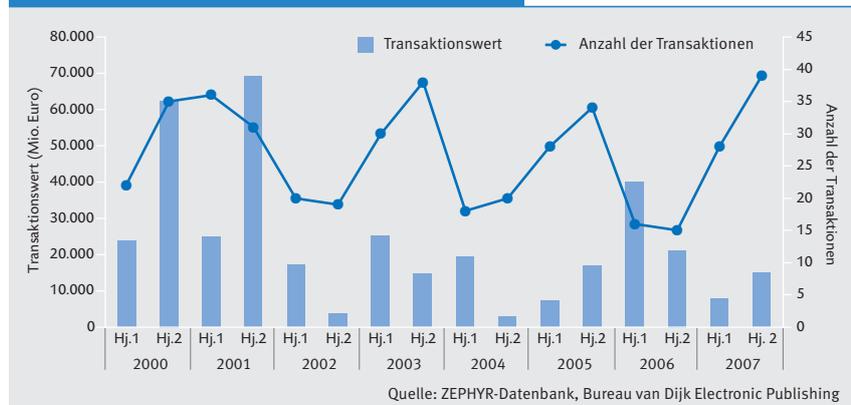
Ranking der Private Equity-Unternehmen				
Rang		Unternehmen	Transaktionswert (Mrd. EUR)	Anzahl der Transaktionen
1	(1)	Kohlberg Kravis Roberts & Comp. LP	64	10
2	(-)	Texas Pacific Group Inc.	59	4
3	(5)	Citigroup Inc.	56	8
4	(-)	Lehman Brothers	48	7
5	(2)	Morgan Stanley	37	6
6	(-)	Goldman Sachs	33	28
7	(-)	TPG Inc.	28	12
8	(-)	The Blackstone Group LP	27	5
9	(-)	Apollo Management LP	20	5
10	(-)	GS Capital Partners LP	19	1
		andere	151	2.480
		gesamt	541	2.566

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing

## Rückkehr der Allfinanz-Konzerne

Banken und Versicherungen setzen weltweit zunehmend auf Partnerschaften, um ihren Kunden ein umfassendes Paket an Finanz- und Versicherungsdienstleistungen anbieten zu können. Als Form der Zusammenarbeit gibt es sowohl das reine Vermittlungsgeschäft, bei dem der Versicherer der Bank eine Provision zahlt (z.B. Allianz/bayerische Genossenschaftsbanken), als auch die exklusive Partnerschaft im Vertrieb (z.B. Talanx/Postbank). Als Folge dieser Kooperationen werden – nicht erst seit den Spekulationen um einen möglichen Verkauf der Postbank – auch Übernahmen von Versicherungen durch Banken und umgekehrt zu einer ernst zu nehmenden Möglichkeit. Tatsächlich hat sich weltweit die Anzahl der Fusionen zwischen Banken und Versicherungen im vergangenen Jahr nahezu verdreifacht. Im Vergleich dazu befindet sich jedoch der aufsummierte Transaktionswert noch auf niedrigem Niveau. Auffällig dabei ist, dass seit dem Jahr 2000

### M&A bei Banken und Versicherungen weltweit



die Banken mit rund 280 Übernahmen und einem Transaktionswert von 245 Milliarden Euro nahezu doppelt so viele Versicherungen übernommen haben wie umgekehrt. Sowohl die durchschnittliche Größe der Transaktionen als auch die Rollenverteilung deuten damit auf eine von den Banken getriebene Marktberingung hin. Kleinere Versicherungen stellen für sie offenbar

attraktive Ziele zur Komplettierung des eigenen Serviceangebots dar. Nicht erst mit der Übernahme der Dresdner Bank durch die Allianz haben jedoch auch die Versicherer deutlich gemacht, dass sie eine aktive Rolle im Marktberingungsprozess spielen wollen. Eine eventuelle Übernahme der Postbank könnte hier ein weiterer Schritt sein.

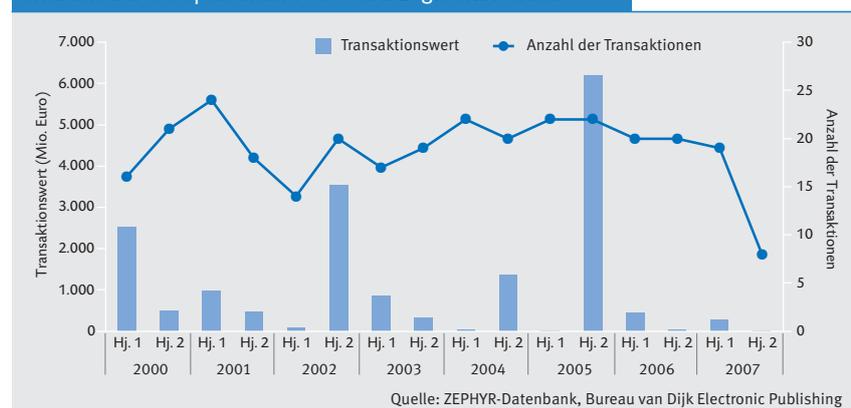
*Dr. Christoph Grimpe, grimpe@zew.de*

## Staatsbetriebe trumpfen in der Logistikbranche auf

In der europäischen Post- und Logistikbranche gab es vom Jahr 2000 bis zum ersten Halbjahr 2007 rund 20 Transaktionen pro Halbjahr. Die M&A-Aktivitäten gingen erst in der zweiten Hälfte des Jahres 2007 auf ein niedrigeres Niveau zurück.

Besonders auffällig waren Transaktionen in Milliardenhöhe bei der Deutschen Post AG und der Deutschen Bahn AG. Mit der Übernahme von Exel für 6 Milliarden Euro im Jahr 2005 liegt das ehemalige Staatsunternehmen Deutsche Post beim Transaktionswert an der Spitze. Exel war erst im Jahr 2000 durch die Fusion der Privatunternehmen NFC plc und Ocean Group plc (2,3 Milliarden Euro Transaktionswert) entstanden. Im November 2005 gaben die EU-Kommission und die Antitrust Behörde in den Vereinigten Staaten grünes Licht für diese Übernahme. Vor allem der Schweizer Konkurrent der Deutschen Post, Kühne

### M&A in der europäischen Post- und Logistikbranche



& Nagel, kritisierte die Übernahme als „ernsthafte Bedrohung des freien Wettbewerbs“. Die Deutsche Post hatte schon im Februar 1999 Danzas und im Jahr 2002 DHL übernommen.

Im September 2002 wurde von der EU-Kommission die Übernahme der Stinnes AG durch die Deutsche Bahn AG

genehmigt. Dies war mit einem Volumen von knapp 2,5 Milliarden Euro die zweithöchste Transaktion im betrachteten Zeitraum. Bezeichnend ist, dass die großen Deals auf ehemalige staatliche Monopolbetriebe zurückgehen.

*Dr. Patrick Beschorner, beschorner@zew.de  
Stefan Egle*

## Regulierung hemmt Integration der EU-Bankenmärkte

Obwohl die Europäische Union (EU) durch die Harmonisierung der Bankenregulierung bereits einige Hindernisse für grenzüberschreitende Bankgeschäfte beseitigt hat, kommt es im europäischen Bankensektor deutlich seltener zu grenzüberschreitenden Übernahmen und Fusionen (M&A) als in anderen Sektoren der Wirtschaft. Eine aktuelle ZEW-Studie untersucht, ob und inwieweit die Prüfung von M&A im Bankensektor durch die Aufsichtsbehörden die grenzüberschreitende Konsolidierung im EU-Bankensektor hemmt.

Dass die Prüfung durch die nationalen Bankaufsichtsbehörden ein Hindernis für grenzüberschreitende M&A in der EU darstellen könnte, wurde in Italien deutlich. Dort blockierte die italienische Notenbank im Jahr 2005 die Übernahme von zwei italienischen Kreditinstituten durch die niederländische Bank ABN Amro und die spanische Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA). Dies war möglich, weil der aufsichtsrechtliche Prüfungsprozess in Italien intransparent ist und es Aufsichtsbehörden und Politikern ermöglicht, entsprechenden Einfluss auszuüben. Aufgrund der Verzögerungstaktik der Banca d'Italia konnten die italienische Versicherung Unipol und die Banca Popolare di Lodi ihre Anteile an den Übernahmekandidaten erhöhen. Später unterbreiteten sie dann ihrerseits ein Übernahmeangebot für die beiden Kreditinstitute. Die Übernahme der einen Bank durch die ABN Amro wurde letztlich auf Druck der EU-Kommission dennoch genehmigt. Die Übernahme der anderen italienischen Bank durch die BBVA hingegen scheiterte. Die EU-Kommission

leitete daraufhin ein Verfahren gegen Italien wegen der Verletzung des Prinzips der Kapitalverkehrsfreiheit ein. Darüber hinaus schlug sie Änderungen an der EU-Bankenrichtlinie vor, um die Transparenz und die rechtliche Sicherheit des Prüfungsprozesses zu erhöhen.

Gestützt wird das Vorgehen der EU-Kommission von einer Umfrage unter Finanzmarktakteuren mit Erfahrung bei grenzüberschreitenden Übernahmen im Bankensektor. Die Befragten bezeichneten den Einfluss von Politikern und Aufsichtsbehörden als eine der größten Barrieren einer weiteren Integration der europäischen Bankenmärkte.

Obwohl es somit Hinweise gibt, dass der Prüfungsprozess durch die Aufsichtsbehörden ein Hindernis für grenzüberschreitende M&A darstellen könnte, gibt es dafür bisher noch keine empirischen Anhaltspunkte. Die ZEW-Studie will diese Lücke schließen. Dazu greift sie auf einen Datensatz über die Transparenz der Fusionskontrolle im Bankensektor zurück, der am ZEW im Jahr 2007, basierend auf einer Umfrage unter den Aufsichtsbehörden in 25 EU-Staaten, aufgebaut wurde. Um herauszufinden, ob die Fusionskontrolle ein Hindernis für die grenzüberschreitende Konsolidierung im EU Bankensektor darstellt, schätzt die ZEW-Studie die Wahrscheinlichkeit, dass eine Bank übernommen wird, in Abhängigkeit von bank- und länderspezifischen Kontrollvariablen sowie der Transparenz der Fusionskontrolle im Bankensektor.

Die Resultate der empirischen Analyse deuten darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit, dass eine Bank in einem EU-Land von einer ausländischen Bank

übernommen wird, nicht allein von der Attraktivität des Ziellandes und der dort ansässigen Bank abhängt, sondern auch von der Transparenz des nationalen aufsichtsrechtlichen Prüfungsprozesses. So ist die Wahrscheinlichkeit, dass eine Bank von einem ausländischen Kreditinstitut übernommen wird, geringer, wenn der aufsichtsrechtliche Prüfungsprozess intransparent ist und Politiker und Aufsichtsbehörden somit mehr Möglichkeiten zur politischen Einflussnahme haben. Die Übernahmewahrscheinlichkeit ist besonders gering für große Banken. Ein Grund hierfür könnte sein, dass Politiker das Ziel verfolgen, die größten Banken ihres Landes als inländisches Eigentum zu erhalten. Dass dies ein Motiv für politische Einflussnahme sein könnte, kommt auch in den jüngsten Aussagen der französischen Regierung im Zusammenhang mit der Krise bei der Bank Société Générale zum Ausdruck. So antwortete der französische Premierminister auf Spekulationen, die Bank werde wohl jetzt Ziel von Übernahmeversuchen ausländischer Kreditinstitute werden, mit den Worten: „Société Générale ist eine große französische Bank...und die [französische] Regierung möchte, dass sie eine große französische und weltweit aufgestellte Bank bleibt.“

Vor dem Hintergrund der Ergebnisse der ZEW-Studie sind die Anstrengungen der EU-Kommission, die Transparenz der Fusionskontrolle im Bankensektor zu erhöhen, ein wichtiger Schritt zum Abbau von Markteintrittsbarrieren und zur Steigerung des Integrationsgrades der Bankenmärkte in der EU.

*Matthias Koehler, koehler@zew.de*

# 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 zu 500.000 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](mailto:grimpe@zew.de);  
Dr. Patrick Beschoner, Mariela Borell, Matthias Köhler, Dr. Tereza Tykvova, ZEW;  
Oliver Hampel, 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](http://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](http://www.bvdep.de)

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2007