

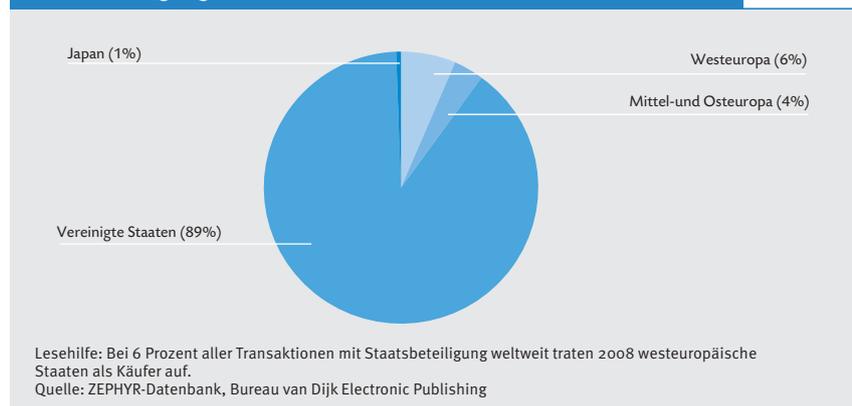
Der Staat als Krisenhelfer

Seit dem Ausbruch der internationalen Finanzmarktkrise ist es zu milliarden schweren Verlusten und Bankpleiten gekommen. In Deutschland geriet die IKB wegen ihrer Geschäfte am US-amerikanischen Immobilienmarkt als erste Bank in den Sog der Krise. Nur durch ein Rettungspaket von Staat und Banken konnte das Institut vor dem Bankrott gerettet werden. Mittlerweile hat der deutsche Staat einige Milliarden Euro in die Rettung der hiesigen Banken investiert. Allein auf den Finanzmarktstabilisierungsfonds (SOFFIN) entfallen rund 480 Milliarden Euro. Davon stehen etwa 400 Milliarden Euro für Garantien für Schuldtitel und Verbindlichkeiten aus Einlagen zur Verfügung, für die der Staat ein Entgelt von den Banken erhält. Darüber hinaus stellt der Fonds den Banken Beteiligungskapital in Höhe von rund 80 Milliarden Euro zur Verfügung. Bisher ist der Staat bei der Commerzbank eingestiegen. Durch den Kauf von Aktien im Wert von rund 18 Milliarden Euro übernimmt der Staat 25 Prozent der Stimmrechte und wird damit größter Einzelaktionär. Für die Commerzbank und ihr Management hat der Einstieg des Bundes weitreichende Folgen: Die Regierung verfügt nun über eine Sperrminorität und kann so einzelne Unternehmensentscheidungen blockieren. Darüber hinaus muss die Bank im Gegenzug Auflagen des Bundes erfüllen. Dazu gehören die Begrenzung der Managergehälter und der Bonuszahlungen. Bei der krisengeschüttelten Hypo Real Estate plant der Staat sogar eine Übernahme von mindestens 90 Prozent der Anteile. Bisher scheiterte dies am Widerstand des US-amerikanischen

Großinvestors J.C. Flowers, der zusammen mit einem verbündeten Hedgefonds 25 Prozent der Anteile besitzt und damit eine Sperrminorität hat.

Das entspricht einem Anteil von knapp 90 Prozent an den weltweiten Transaktionen, an denen der Staat im Jahr 2008 als Käufer beteiligt war. In Westeuropa,

Staatsbeteiligungen an Transaktionen weltweit 2008



Auch in anderen europäischen Ländern hat sich der Staat als Aktionär an den Banken beteiligt. In Großbritannien wurden unter anderem die Großbanken Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB und HBOS teilweise verstaatlicht. In den Niederlanden ist der Staat mittlerweile an ING beteiligt, und das niederländische Geschäft des belgisch-niederländischen Finanzkonzerns Fortis wurde verstaatlicht. Der belgische Staat hat daraufhin das belgische Geschäft von Fortis übernommen und ist bei der KBS Group eingestiegen. Auch in anderen Staaten Europas mussten Regierungen den kriselnden Banken zu Hilfe eilen. Selbst in den Vereinigten Staaten scheut die dortige Regierung nicht vor einer Beteiligung des Staates an Banken zurück. Insgesamt hat sich die US-Regierung seit Beginn des vergangenen Jahres an 152 Finanzinstituten beteiligt.

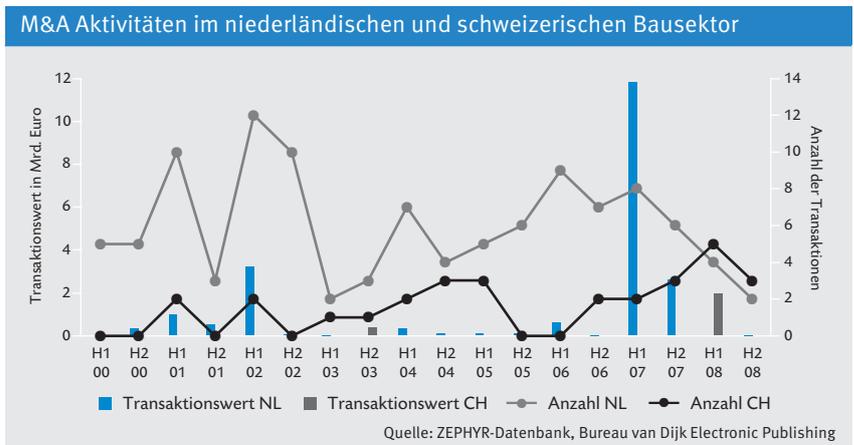
Mittel- und Osteuropa und Japan wurden im Vergleich dazu seit Anfang 2008 deutlich weniger Transaktionen mit staatlicher Beteiligung abgeschlossen.

Angesichts der Krise steht eine Konsolidierung der Bankenlandschaft an. Diese könnte durch die Beteiligung des Staates weiter beschleunigt werden. In Großbritannien wurde HBOS mittlerweile von Lloyds TSB übernommen. In Belgien hat sich der Staat von 75 Prozent seiner Anteile an Fortis getrennt. In Deutschland hat die Allianz die Dresdner Bank an die Commerzbank verkauft, darüber hinaus steht eine Neuordnung bei den Landesbanken an. Damit könnte die Finanzmarktkrise die von Experten für notwendig erachtete Konsolidierung des Bankensektors einleiten. Die Kreditinstitute könnten so auf lange Sicht gestärkt aus der Krise hervorgehen.

Matthias Köhler, koehler@zew.de

Fusionen als Alternative zu Kartellen in der Baubranche

Kartelle und Preisabsprachen stellen illegale Formen der Unternehmenskooperation dar. Dagegen werden Fusionen explizit durch die Wettbewerbsbehörden genehmigt. Letztere können jedoch die gleiche Wirkung wie ein Kartell haben. Im Fall einer Verschärfung des Kartellverbots ist daher ein verstärkter Trend zu Unternehmenszusammenschlüssen zu erwarten. Während in der Schweiz Sanktionen bei Kartellabsprachen 2004 rechtlich verschärft wurden, hat in den Niederlanden das Aufdecken von etwa 3.000 illegalen Absprachen bei Angebotsabgaben im Bausektor in den Jahren 2001 und 2004 zu einer verstärkten Aufmerksamkeit in Bezug auf Kartelle geführt. Vor diesem Hintergrund nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass Unternehmen Zusammenschlüsse eine interessante Alternative werden. Die Grafik



zeigt 134 Fusionen innerhalb des Bausektors in den Niederlanden und 31 Transaktionen in der Schweiz. Ferner zeigt sie, dass in den Niederlanden eine Fusionswelle im Bausektor zwischen 2001 und 2004 eingesetzt hat. Ähnliches

ist in der Schweiz beobachtbar: Nach Ankündigung der Revision des bestehenden Kartellgesetzes zeichnet sich eine verstärkte Fusionsaktivität ab.

*Dr. Patrick Beschorner, beschorner@zew.de
Kristina Lepold*

Leichter Anstieg der Transaktionswerte

Die weltweite Finanzmarktkrise, die im ersten Halbjahr 2008 zu einem deutlichen Rückgang der Transaktionswerte geführt hatte, wirkte sich auch im zweiten Halbjahr 2008 auf das Geschäft von Investmentbanken und Private-Equity-Gesellschaften aus. Nur leicht konnten sich die Transaktionswerte von rund 680 Milliarden auf 841 Milliarden Euro

bei den Investmentbanken und von 114 Milliarden auf 119 Milliarden Euro bei den Private-Equity-Gesellschaften steigern. Weitgehend unverändert zeigt sich die Anzahl der Transaktionen sowohl für Investmentbanken als auch Private-Equity-Gesellschaften. Im Ranking der Investmentbanken finden sich Namen, die in dieser Aufstellung wohl zum letz-

ten Mal erscheinen werden – etwa Lehman Brothers. An der Spitze des Rankings steht JP Morgan, gefolgt von Goldman Sachs. Bei den Private-Equity-Gesellschaften haben Bain Capital und Thomas H. Lee Partners die Plätze getauscht, ansonsten finden sich überwiegend Neueinsteiger im Ranking.

Dr. Christoph Grimpe, grimpe@zew.de

Ranking der Investmentbanken 2008			
Rang H2 (H1)	Investmentbank	Anzahl der Transaktionen	Transaktionswert (Mrd. EUR)
1 (9)	JP Morgan	111	303,3
2 (1)	Goldman Sachs	67	254,4
3 (3)	UBS	105	222,2
4 (4)	Merrill Lynch	99	219,8
5 (2)	Morgan Stanley	114	194,8
6 (7)	Citigroup Inc.	81	192,3
7 (5)	Lehman Brothers	53	143,1
8 (6)	Rothschild	109	132,1
9 (-)	Lazard	60	131,8
10 (-)	Deutsche Bank	67	122,7
	Andere	2.044	125,9
	Gesamt*	2.667	841,4

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing
* Gesamtsumme, da einzelne Transaktionen durch mehrere Investmentbanken oder Private-Equity-Gesellschaften durchgeführt werden können.

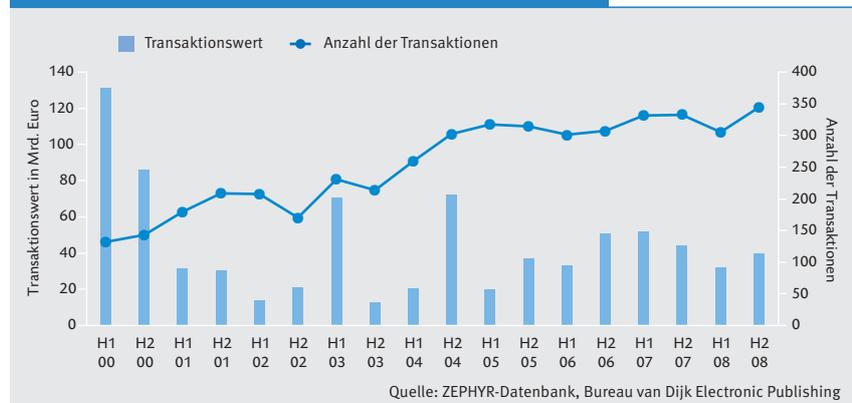
Ranking der Private Equity-Gesellschaften 2008			
Rang H2 (H1)	Private Equity Gesellschaft	Anzahl der Transaktionen	Transaktionswert (Mrd. EUR)
1 (2)	Bain Capital LLC	10	18,8
2 (1)	Thomas H Lee Partners LP	1	15,4
3 (-)	Deutsche Bank	3	5,9
4 (-)	Access Capital Advisers Ltd	1	4,5
5 (-)	Babcock & Brown Capital Ltd	1	4,5
6 (-)	AMP Capital Investors Ltd	1	4,5
7 (-)	Blackstone Group LP	5	4,2
8 (-)	Lone Star Funds	3	4,1
9 (10)	Goldman Sachs Capital Partners	2	4,1
10 (9)	Avista Capital Partners	5	3,0
	Andere	2.613	81,5
	Gesamt*	2.640	119,1

Quelle: ZEPHYR-Datenbank, Bureau van Dijk Electronic Publishing
* Gesamtsumme, da einzelne Transaktionen durch mehrere Investmentbanken oder Private-Equity-Gesellschaften durchgeführt werden können.

Neuer Megadeal in der Pharma- und Biotechnologiebranche

Die Anzahl der Übernahmen im Pharma- und Biotechnologiesektor ist im zweiten Halbjahr 2008 deutlich gestiegen. Anfang 2009 machte der US-Pharmahersteller Pfizer durch die Übernahme des Rivalen Wyeth im Wert von 68 Milliarden US-Dollar auf sich aufmerksam. Wyeth ist die dritte Megaübernahme von Pfizer innerhalb der letzten zehn Jahre. Mit der Übernahme von Wyeth kauft sich Pfizer mehrere Top-Medikamente ein. Dadurch soll die Abhängigkeit von einzelnen Produkten, etwa dem Blutfettsenker Lipitor, reduziert werden. Lipitor brachte dem Hersteller zuletzt einen Jahresumsatz von rund 13 Milliarden US-Dollar. Das entspricht rund 25 Prozent des Gesamtumsatzes von Pfizer. Mit dem Auslaufen des Patentschutzes im Jahr 2010 könnte der Hersteller rund ein Viertel seiner Um-

M&A-Aktivitäten im Pharma- und Biotechnologiesektor



sätze an billigere Generikahersteller verlieren. Die Übernahme von Wyeth erfolgt somit vor allem zur Diversifizierung der Produktpalette. Ferner bekommt Pfizer durch die Übernahme Zugang zum Markt für Impfstoffe. Sie sind

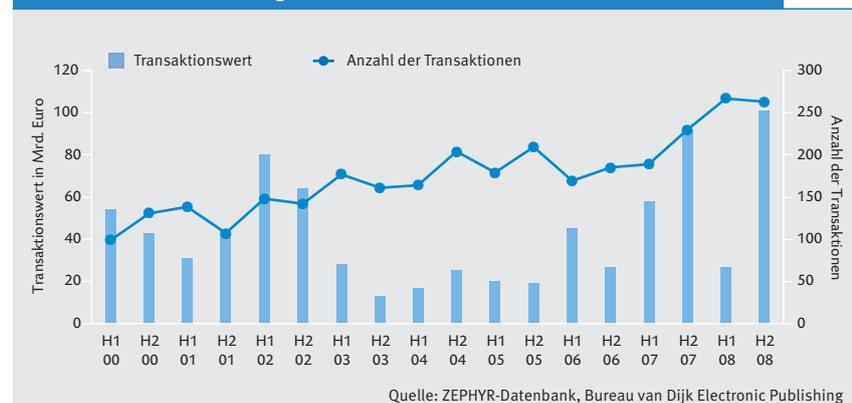
mit einem weltweiten Umsatz von etwa 16 Milliarden US-Dollar im Vergleich zum Medikamentenmarkt ein kleinerer, aber ein wachstumsträchtigerer Markt.

Matthias Köhler, koehler@zew.de
Martin Völpel

Deutliche Zunahme der Transaktionen in der Energiebranche

Die Übernahmetätigkeit in der internationalen Energie- und Gasbranche hat im zweiten Halbjahr 2008 einen Höchstwert erreicht. Während die Anzahl an Transaktionen gegenüber dem ersten Halbjahr 2008 leicht gesunken ist, hat das Transaktionsvolumen aufgrund mehrerer Megadeals deutlich zugenommen. Die größte Transaktion war der Zusammenschluss von Unión Fenosa und Gas Natural in Spanien mit einem Transaktionsvolumen von über 13 Milliarden Euro. Auch in diesem Jahr ist es bereits zu zwei großen Übernahmen gekommen. Der deutsche Energieversorger RWE hat im Januar 2009 den Kauf des niederländischen Energieunternehmens Essent für mehr als neun Milliarden Euro angekündigt. Durch den Erwerb von Essent wird RWE zu einem führenden Energieanbieter in den Benelux-Staaten. Ferner kündigte der schwedische Stromkonzern Vattenfall die Übernahme von Nuon für knapp 8,5 Milliarden Euro an. Damit verliert ein weiteres niederländisches Energieunternehmen innerhalb weniger Wochen seine Unabhängigkeit. Vattenfall wird zunächst

M&A-Aktivitäten im Energie- und Gassektor



nur 49 Prozent übernehmen. Die verbleibenden 51 Prozent der Anteile an Nuon sollen in den kommenden sechs Jahren übernommen werden. Die Übernahme könnte den Wettbewerb im deutschen Strommarkt einschränken. Bisher trat Nuon als Billiganbieter auf und konnte wachsende Kundenzahlen verzeichnen. Das Unternehmen bewirbt sein Stromangebot als umweltfreundlich, da der Strom nicht aus Atom- oder aus Kohlekraftwerken stamme. Vattenfall hingegen hat zuletzt in Deutschland

zahlreiche Kunden unter anderem wegen Pannen in den Atomreaktoren Brunsbüttel und Krümmel verloren. Trotz der Übernahme von Essent und Nuon lässt sich insgesamt eine deutliche Verlangsamung der Übernahmetätigkeit im Energie- und Gassektor im ersten Halbjahr 2009 erkennen. Denn die internationale Finanzmarktkrise hat die Kreditbedingungen für die Stromkonzerne verschärft.

Matthias Köhler, koehler@zew.de
Vera Nührig

Bewertungsmultiplikatoren sinken im Jahr 2009 deutlich

Das weltweite Geschäft mit Fusionen und Übernahmen hat derzeit erhebliche Probleme. Die Finanzierungsmöglichkeiten von M&A-Transaktionen haben sich im Zuge der globalen Finanzkrise verschlechtert. Das Risiko, das mit der Übernahme von Unternehmen einhergeht, ist in einem volatilen Markt gestiegen. Gleichzeitig sind viele börsennotierte Unternehmen aufgrund der hohen Unsicherheit und der aktuellen Konjunkturschwäche stark unterbewertet.

Unternehmensbewertung möglicherweise bewegt. Ferner dienen sie als Indikator für Unter- und Überbewertungen oder für die Attraktivität bestimmter Branchen.

Werden die Bewertungsmultiplikatoren in den Jahren 2007, 2008 und 2009, jeweils im Zeitraum Januar bis Februar, miteinander verglichen, so lässt sich über nahezu alle Branchen hinweg beobachten, dass die durchschnittlichen Multiplikatoren für EBITDA und Umsatz des Jahres 2009 gegenüber den

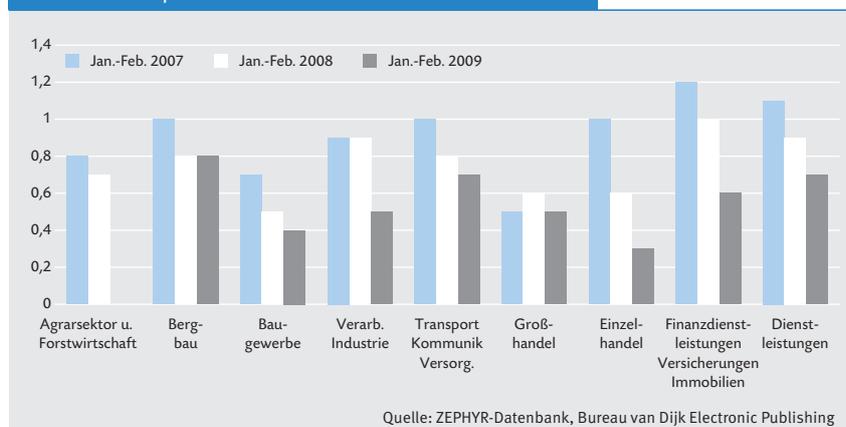
2007. Ähnliches gilt für den Umsatzmultiplikator der Branche. Er fiel von 1,2 im Jahr 2007 auf 0,6 zu Beginn des Jahres 2009 (siehe Grafik).

Auch in den anderen Branchen ist das Verhältnis von Unternehmenswert zu EBITDA im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesunken. Während für den Dienstleistungsbereich das entsprechende Verhältnis im Jahr 2007 noch 11,6 betrug, fiel es im Jahr 2008 auf 8,2 und im Jahr 2009 auf 6,3. Die vorsichtigeren Bewertung der Dienstleistungsunternehmen spiegelt sich auch im deutlich verringerten Verhältnis von Unternehmenswert zu Umsatz wider, das zu Jahresbeginn 2009 bei 0,7 liegt nach 1,1 im Jahr 2007. Besonders zurückhaltend werden derzeit Firmen aus dem Einzelhandel bewertet. Die Kaufpreise für Unternehmen dieses Sektors entsprachen im Jahr 2007 dem zehnfachen ihres EBITDA. Im Jahr 2009 werden die Unternehmen mit dem 4,6-fachen ihres EBITDA bewertet. Viele Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe und der Baubranche sehen sich im Zuge der globalen Wirtschaftskrise einer schwachen Auftragslage und erschwerten Finanzierungsbedingungen gegenüber. Die unsicheren mittelfristigen Zukunftsperspektiven schlagen sich auch in den relativen Kaufpreisen für Firmen dieser Industriezweige nieder. Der Bewertungsmultiplikator für den Umsatz im Baugewerbe sinkt im Jahr 2009 von 0,7 auf 0,4 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Im Fall des verarbeitenden Gewerbes sanken die Transaktionswerte im Verhältnis zum Umsatz von 0,9 auf gegenwärtig 0,5.

Oliver Herrmann

Mariela Borell, borell@zew.de

Umsatz-Multiplikatoren



Eine Möglichkeit, sich einen schnellen Überblick über die Bewertung eines Unternehmens zu verschaffen, bieten Bewertungsmultiplikatoren oder auch Multiples, die auf Kennzahlen wie das EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) oder den Umsatz angewandt werden. Bewertungsmultiplikatoren nehmen Rücksicht auf unterschiedliche Risiken und Ertragsaussichten von Unternehmen innerhalb einer Branche. Dennoch liefern sie nur einen vergleichsweise groben Anhaltspunkt, in welcher Größenordnung sich eine Un-

Vergleichswerten aus den Jahren 2008 und 2007 gesunken sind. Dies deutet auf eine deutlich konservativere Unternehmensbewertung hin. Im krisengeschüttelten Finanz-, Versicherungs- und Immobiliensektor ist diese Entwicklung besonders ausgeprägt. Während in den Jahren 2007 und 2008 für Unternehmen im Schnitt das fünfzehnfache beziehungsweise das elffache des EBITDA bezahlt wurde, beträgt der entsprechende Multiplikator 2009 nur etwas über fünf. Dies entspricht knapp einem Drittel des Multiplikators von Anfang des Jahres

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

BUREAU VAN DIJK
ELECTRONIC PUBLISHING

Ein weltweit führender Anbieter
elektronischer Firmeninformationen

IMPRESSUM

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 von 642.000 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;
Dr. Patrick Beschorner, Mariela Borell, Oliver Herrmann, Matthias Köhler, Kristina Lepold,
Vera Nührig, Martin Völpel, ZEW; 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

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.com

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2009