

## Mergers & Acquisitions als Teil der Direktinvestitionen: Entwicklung, Branchen und Finanzierung

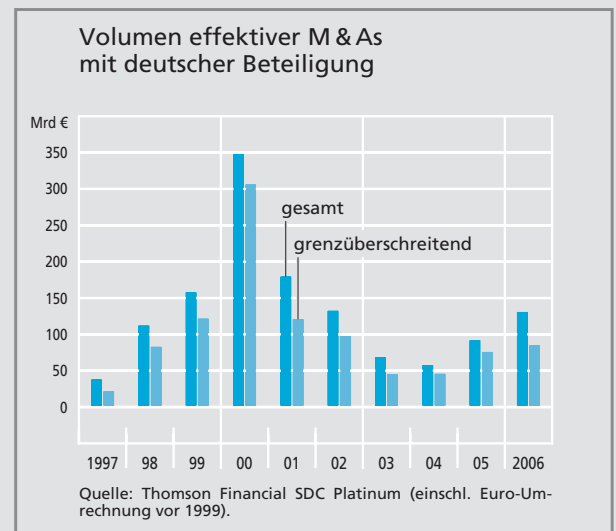
Die Deutsche Bundesbank erhebt auf der Grundlage des Außenwirtschaftsgesetzes und international abgestimmter Definitionen grenzüberschreitende Direktinvestitionen.<sup>1)</sup> Hierbei werden Neuanlagen bzw. Liquidationen von Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und Kredittransaktionen verbundener Unternehmen separat erfasst und entsprechend ausgewiesen. Die Neuanlagen umfassen auf Dauer angelegte Beteiligungen ab einem Schwellenwert von 10 % des Kapitals oder der Stimmrechte. Damit enthalten diese neben grenzüberschreitenden Fusionen und Beteiligungen an bestehenden Unternehmen (Mergers & Acquisitions (M & As)) – gegenwärtig nicht unterscheidbar – auch Neugründungen (Greenfield-Investments).<sup>2)</sup>

Eine gesonderte Analyse der grenzüberschreitenden M & As erfordert daher noch den Rückgriff auf Daten privater Anbieter. Da diese bei der Zusammenstellung der Daten andere Ziele verfolgen und dementsprechend andere Kriterien und Quellen zugrunde legen, unterscheiden sich ihre Angaben von den amtlichen Zahlen zum Teil beträchtlich.<sup>3)</sup> Gleichwohl können diese Statistiken wichtige zusätzliche Informationen über den Beteiligungserwerb von Unternehmen und die aus der Finanzierung möglicherweise resultierenden Risiken bieten.

Im vergangenen Jahr sind die effektiven Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen – berechnet auf Grundlage der Angaben von Thomson Financial SDC Platinum – weltweit um knapp 30 % auf rund 2,2 Billionen € gestiegen. Auch der deutsche Markt für Kapitalbeteiligungen verzeichnete 2006 eine weitere Belebung. So stiegen die abgeschlossenen Transaktionen mit deutscher Beteiligung um über 40 % auf 130 Mrd € (siehe nebenstehendes Schaubild). Knapp drei Viertel des Volumens entfielen dabei auf grenzüberschreitende Übernahmen.

Direktinvestitionsströme entwickeln sich häufig im Einklang mit den Handelsströmen.<sup>5)</sup> Insofern entspricht es früheren Beobachtungen, dass mit der kräftigen Ausweitung des deutschen Außenhandels im vergangenen Jahr die deutsche Wirtschaft auch bei internationalen Unternehmensakquisitionen wieder

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 3, Zahlungsbilanzstatistik, S. 102 ff. und Statistische Sonderveröffentlichung 10, Kapitalverflechtung mit dem Ausland, April 2006, S. 65 ff. — 2 In der deutschen Bestandsstatistik zu den Direktinvestitionen wird bei erstmals eingehenden Meldungen für das Jahr 2005 unterschieden zwischen „Neugründung“, „Kauf, Fusion oder Übernahme“ bzw. „Überschreiten der Meldefreigrenze“. Die Daten werden voraussichtlich Ende April 2007 veröffentlicht. Auch für die Zahlungsbilanzstatistik gibt es Bestrebungen, einen detaillierteren Ausweis auf der Basis eines international harmonisierten Regelwerks zu erreichen. — 3 Bspw. wertet Thomson Financial für SDC Platinum öffentlich verfügbare Informationen über Unternehmensbeteiligungen aus und verarbeitet darüber hinaus Meldungen der beratenden Investmentbanken. Zugrunde gelegt wird ein Beteiligungserwerb ab einem Kapitalanteil



stärker in Erscheinung getreten ist. Zudem mag eine Rolle gespielt haben, dass inländische Unternehmen international übertragbare Wettbewerbsvorteile – wie z.B. ein attraktives Produktsortiment, eine gute Marktstellung oder technisches Know-how – besitzen, mit denen durch den Erwerb von Firmen im Ausland Skaleneffekte realisiert werden können.<sup>6)</sup> So weiteten deutsche Investoren ihr grenzüberschreitendes M & A-Engagement 2006 um 14 ½ % auf 39 Mrd € aus. Jeweils etwas über ein Viertel des Gesamtvolumens der Investitionen deutscher Unternehmen zielte auf den Grundstoffsektor und die Pharmabranche im Ausland. Hierbei schlugen die beiden größten Einzeltransaktionen zu Buche.

Umgekehrt war Deutschland auch ein wichtiges Zielland von Firmenübernahmen durch ausländische Unternehmen, wenngleich sich das Transaktionsvolumen 2006 – nach kräftigen Steigerungen in den beiden Vorjahren – nicht weiter erhöht hat. Ausländer erwarben Beteiligungen an heimischen Gesellschaften für 47 ½ Mrd €. Ein besonderes Interesse brachten

von mindestens 5 %, unter bestimmten Umständen auch darunter. Ferner werden auch Kapitalaufstockungen erfasst. Probleme bestehen unter anderem auch in der zeitlichen Zuordnung und den erfassten Transaktionswerten. Die Zahlungsbilanzstatistik stellt bei Neuanlagen auf den tatsächlichen Eigentumsübergang ab und berücksichtigt nur den Teil des Transaktionswertes, der tatsächlich zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden ausgetauscht wird. — 4 Berücksichtigt man – ebenso wie in der Zahlungsbilanz – nur die Unternehmensbeteiligungen, die zu einem Kapitalanteil von mindestens 10 % führen, so erwarben heimische Unternehmen im Jahr 2006 laut Thomson Financial SDC Platinum für 39 Mrd € ausländische Firmen, während gebietsfremde Eigner für 40 ½ Mrd € Beteiligungen in Deutschland aufbauten. Die in der Zahlungsbilanz als Neuanlagen ausgewiesenen Werte lagen bei 91 Mrd € bzw. 25 Mrd €. — 5 Siehe: K. Ekholm, R. Forslid und

sie bereits im zweiten Jahr in Folge dem hiesigen Immobiliensektor entgegen. Auf diesen Bereich entfielen 2006 immerhin knapp 19 Mrd €.

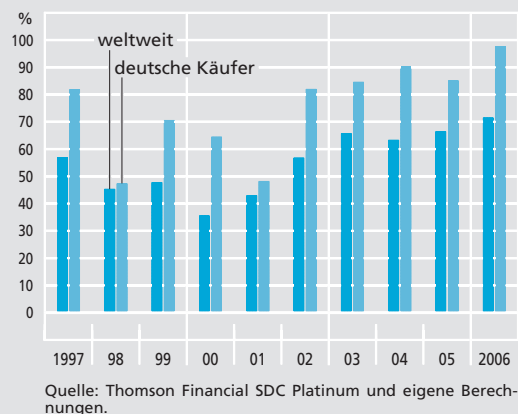
Die Finanzierungsstruktur von Unternehmensübernahmen hat sich in den letzten Jahren beträchtlich gewandelt. Grundsätzlich stehen zwei Finanzierungsmöglichkeiten für M & As zur Verfügung: Aktientausch und Bar-Offerten (Cash-Transaktionen). Während bei einem Aktientausch die Eigner des übernommenen Unternehmens mit Aktien der investierenden Gesellschaft entschädigt werden, erhalten sie bei einer Bar-Offerte eine Geldzahlung. In diesem Fall kann das übernehmende Unternehmen bereits vorhandene liquide Mittel verwenden; häufig erfolgt auch – zumindest teilweise – eine Finanzierung über Kredite beziehungsweise die Ausgabe von Anleihen. Hatte zu Zeiten des New-Economy-Booms weltweit der Aktientausch mit einem Anteil von 57 % (im Zeitraum 1998 bis 2001) dominiert, so entfielen zuletzt 72 % des Finanzierungsvolumens auf Bar-Offerten. Ein Grund für diese Änderung mag sein, dass Aktien als „Zahlungsmittel“ bei den Anteilseignern der übernommenen Unternehmen nach dem Kurseinbruch der Dividendenwerte an Ansehen verloren haben. Zudem dürfte die in den letzten Jahren gestiegene Profitabilität der Unternehmen die Akkumulation liquider Mittel erleichtert haben. Ferner ist die Kreditfinanzierung von Übernahmen aufgrund der niedrigen Zinsen an den Kapitalmärkten in jüngster Zeit besonders attraktiv. Bemerkenswert ist, dass der Anteil der Bar-Abwicklungen bei den Übernahmen durch deutsche Unternehmen im Durchschnitt der letzten zehn Jahre um 20 Prozentpunkte höher war als weltweit.<sup>7)</sup>

Gesamtwirtschaftlich gesehen können Unternehmenszusammenschlüsse zu einer Verbesserung der Kapitalallokation beitragen. Die Realisierung von Kostenvorteilen, eine effizientere Unternehmensführung oder die Nutzung von Skaleneffekten lassen Wohlstandsgewinne erwarten. Kreditfinanzierte Firmenübernahmen, insbesondere sogenannte Leveraged Buyouts (LBO), also Akquisitionen etablierter Unternehmen oder Teilen von ihnen, wobei der Kaufpreis zu einem erheblichen

J. Markusen, Export-Plattform Foreign Direct Investment, NBER Working Paper, No 9517, 2003 sowie S. Herrmann und A. Jochem, Trade balances of central and east European EU member states and the role of foreign direct investment, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 41/2005. — 6 J.H. Dunning (1988), The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. Journal of International Business Studies 19(1), S. 1-31. Technologische Aspekte scheinen gerade bei grenzüberschreitenden Aktivitäten von besonderer Bedeutung zu sein. Siehe: R. Frey und K. Hussinger, The role of technology in M & As: a firm level comparison of cross-border and domestic deals, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 45/2006. — 7 In dem hohen Anteil der Bartransaktionen

Teil mit Fremdkapital beglichen wird, können aus Finanzstabilitätssicht aber auch ein Problem darstellen, zumal das Finanzierungsvolumen gerade in diesem Bereich kräftig gestiegen ist.<sup>8)</sup> Kritisch zu sehen ist, dass sich das durchschnittliche Rating von LBO-Unternehmen der Tendenz nach verschlechtert hat – mit möglicherweise negativen Auswirkungen auf bisherige Gläubiger. Zwar kann das in der jüngeren Vergangenheit stark gestiegene Verhältnis von Schulden zum operativen Gewinn in Zeiten niedriger Zinsen als Bestreben der Investoren zur Steigerung der Eigenkapital-Rendite gesehen werden; nicht verkannt werden sollte allerdings, dass damit die Anfälligkeit der Unternehmen unter anderem im Falle steigender Zinsen zunehmen könnte. Risiken für Banken ergeben sich selbst dann, wenn sie die Kredite im Zusammenhang mit einem LBO an andere Gläubiger weiterreichen, da sie als Underwriter während der Halteperiode einem Marktumschwung ausgesetzt sein können. Für sie kann auch indirekt ein Risiko bestehen, wenn Hedgefonds das Risiko aus LBOs übernehmen, die selbst bei den Banken verschuldet sind.<sup>9)</sup>

Anteil der Barfinanzierung am effektiven Transaktionsvolumen



deutscher Unternehmen könnten auch rechtliche Einschränkungen beim Aktientausch zum Ausdruck kommen; so wird auf das Problem des Bezugsrechtsausschlusses bei Kapitalerhöhungen und einer möglichen Wertrüge durch Aktionäre verwiesen. Ferner dürfen deutsche Unternehmen nur 10 % eigene Anteile halten. Vgl.: Börsen-Zeitung, Deutsche Konzerne bei M & A im Nachteil, 19. Januar 2007, S. 10. — 8 Von dem Gesamtbetrag der 2006 global abgeschlossenen Firmenübernahmen in Höhe von über 2,2 Billionen € gelten nach Angaben von Thomson Financial SDC Platinum 315 Mrd € (14 ½ %) als Leveraged-Buyout-Transaktionen. Bei den Übernahmen mit deutscher Beteiligung lag der Anteil mit 9 ½ % etwas niedriger. — 9 Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Risiken aus der Finanzierung von Leveraged-Buyout-Transaktionen (LBOs), Finanzstabilitätsbericht, November 2006, S. 46 f.