

Frank Borowicz | Michael Schuster

Mergers & Acquisitions für Entscheider

Managementkunst und Umsetzungstechnik

SCHÄFFER
POESCHEL



SCHÄFFER

POESCHEL

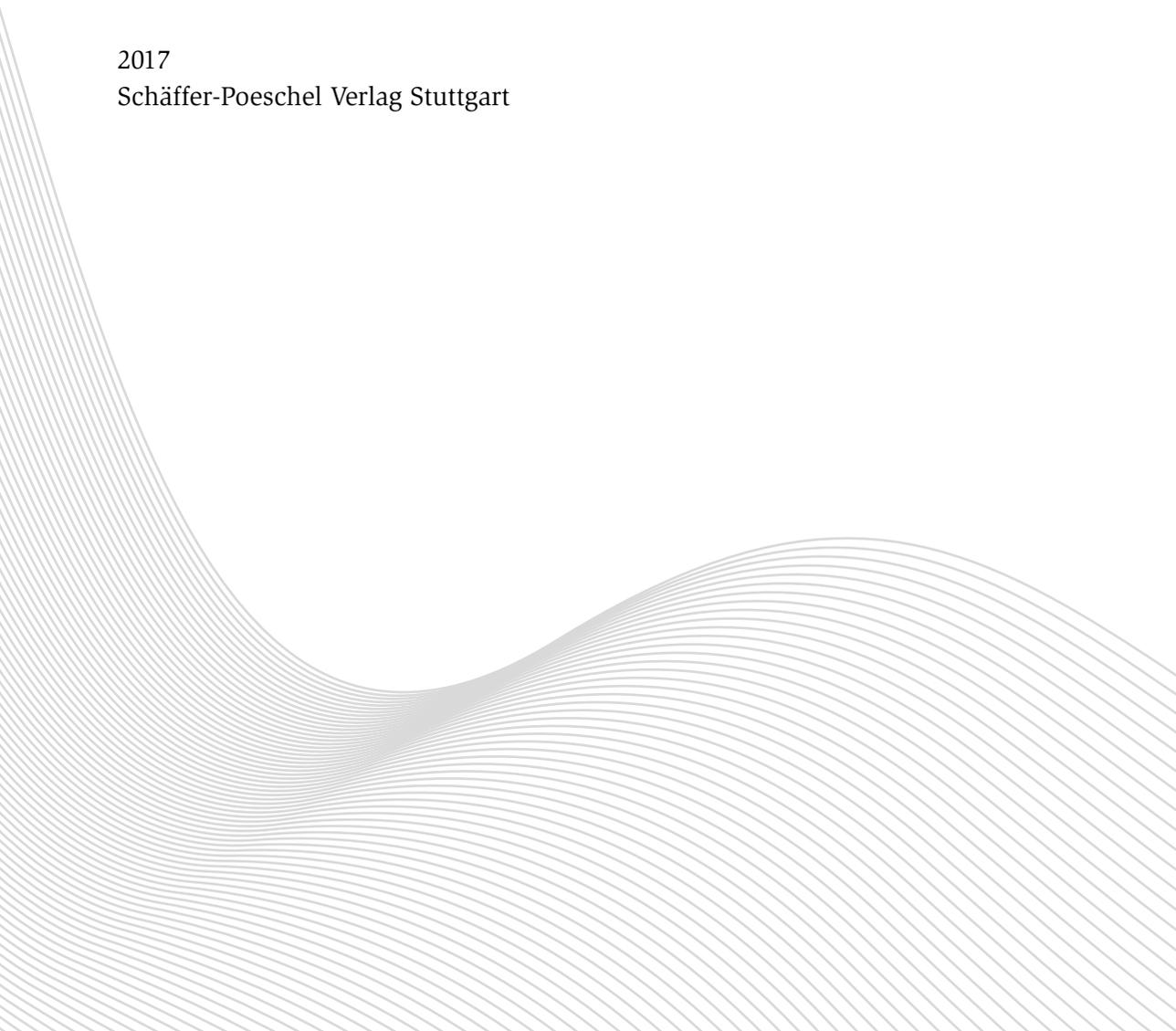
Frank Borowicz / Michael Schuster

Mergers & Acquisitions für Entscheider

Managementkunst und Umsetzungstechnik

2017

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart





Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation
in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über < <http://dnb.d-nb.de> > abrufbar.

Gedruckt auf chlorfrei gebleichtem,
säurefreiem und alterungsbeständigem Papier

Print: ISBN 978-3-7910-3479-9 Bestell-Nr. 20264-0001
ePub: ISBN 978-3-7910-3880-3 Bestell-Nr. 20264-0100
ePDF: ISBN 978-3-7992-7019-9 Bestell-Nr. 20264-0150

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich
geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen
des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages
unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen,
Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die
Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2017 Schäffer-Poeschel
Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH
www.schaeffer-poeschel.de
service@schaeffer-poeschel.de

Lektorat: Dr. Ute Gräber-Seißinger, Bad Vilbel
Umschlagentwurf: Goldener Westen, Berlin
(Bildnachweis: Shutterstock.com)
Umschlaggestaltung: Kienle gestaltet, Stuttgart
Satz: Claudia Wild, Konstanz
Druck und Bindung: C.H. Beck, Nördlingen
Printed in Germany

Oktober 2017

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart
Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

Vorwort

Mergers & Acquisitions sind der wirtschaftlich interessierten Öffentlichkeit als oftmals wertvolles, manchmal sogar entscheidendes Werkzeug für Unternehmen und Unternehmer bekannt. Die zahlreichen Publikationen unterstreichen das große Interesse an der Thematik. Es finden sich vor allem umsetzungsorientierte Zusammenstellungen der zahlreichen technischen Möglichkeiten mit Schwerpunkt auf den juristischen, betriebs- oder finanzwirtschaftlichen Details, etwa der Due Diligence, der Unternehmensbewertung oder der Post-Merger-Integration.

Das vorliegende Buch beleuchtet das Thema M&A aus einem ganz anderen Blickwinkel – dem eines Entscheiders:

- M&A wird als komplexes Projekt verstanden, das eines professionellen Managements bedarf. Davon ausgehend werden die Planung, die Steuerung und die Kontrolle von M&A-Projekten als Kernphasen des M&A-Projektmanagements ausführlich thematisiert (*Managementkunst*).
- Neben der Darstellung des Projektmanagements, je aus Verkäufer- und Käufersicht, werden die wesentlichen Werkzeuge und Arbeitsschritte, zusammengefasst in einzelnen Modulen, behandelt (*Umsetzungstechnik*).
- Für beides – Managementkunst und Umsetzungstechnik – sind Interessen und Informationen von zentraler Bedeutung. Um der Perspektive eines Entscheiders gerecht zu werden, führt das Buch jeweils auch durch die Verhandlungskunst und -technik.

Zahlreiche Abbildungen vermitteln dem Leser einen schnellen Einstieg in die einzelnen Themen, Projektabschnitte und Module und bringen das Wesentliche auf den Punkt.

Zielgruppe sind insbesondere Unternehmer, Manager und andere Entscheidungsträger – auch aus der Beratungswelt – sowie mit dem Themenkomplex Mergers & Acquisitions befasste Studenten in Master-Programmen. Das Buch vermittelt fundiertes und akademisch reflektiertes Praxiswissen.

Unser Dank geht an den Verlag Schäffer-Poeschel, dort insbesondere Herrn Martin Bergmann und die Lektorin, für die gute und effiziente Zusammenarbeit bei der Herausgabe dieses Buches. Die Autoren bedanken sich zudem für die Unterstützung und kritische Diskussion bei ihren Kollegen Christoph Corinth, Silvan Drasch, Martin Geissler und Dr. Franz X. Keilhofer. Hervorzuheben ist Frau Maria Magdalena Maier für die Projektleitung und Koordination.

Ein weiterer Dank gilt den Gastautoren für deren Beiträge zur Perspektivenerweiterung des Buches: Prof. Dr. *Christian Aders*, Vorstandsvorsitzender, und *Domīnik Degen*, Manager (beide ValueTrust Financial Advisors SE), *Thomas Dorschner*, Head of Group M&A (Celesio AG), *Dr. Domīnik Heiβ*, Project Manager M&A (MAN Diesel & Turbo SE), *Dr. Andreas Kloyer*, Partner (Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH), *Tilo Szantho von*

Radnoth, Leiter Controlling Services (CA Immo Deutschland GmbH) sowie *Andreas Schuster*, internationaler Investor und Chairman SBCF & Cie., New York.

Gerne nehmen wir Anregungen und Kritik entgegen, die der Leser uns gerne direkt unter borowicz@dhbw-karlsruhe.de und michael.schuster@sbcf.de zukommen lassen kann.

Wir wünschen allen unseren Leserinnen und Lesern viel Inspiration und Freude mit unserem Buch.

Karlsruhe/München, April 2017

Prof. Dr. Frank Borowicz, Dr. Michael Schuster

Inhaltsübersicht

Teil A

Einführung in das M&A-Geschäft 1

- 1 Grundlagen 5
- 2 M&A als Herausforderung des Managements 47

Teil B

Umsetzungstechnik: Module zur Durchführung von M&A-Vorhaben 77

- 3 Strategische Vorbereitung 81
- 4 Transaktionsphase 135
- 5 Integrationsphase 299

Teil C

Managementkunst: Projektmanagement bei M&A 329

- 6 Projektmanagement für Käufer 333
- 7 Projektmanagement für Verkäufer 455

Teil D

Besondere M&A-Projekte 501

- 8 Public M&A – Erwerb börsennotierter Unternehmen 503
- 9 Internationale M&A 509
- 10 Distressed M&A 517

Inhalt

Vorwort	V
Verzeichnis der Abkürzungen	XV
Teil A Einführung in das M&A-Geschäft	1
Überblick und Executive Summary	3
1 Grundlagen	5
1.1 M&A für Entscheider	5
1.1.1 Zehn Thesen zum Management von M&A	5
1.1.2 Was sind Mergers & Acquisitions?	6
1.1.3 Überblick über das Buch	10
1.2 Bedeutung und Erfolg von M&A	13
1.2.1 Häufigkeit und Größenordnungen von M&A	13
1.2.2 Sind M&A-Transaktionen erfolgreich?	18
1.3 Hauptakteure bei M&A-Vorhaben	27
1.3.1 Typische Transaktionsparteien	30
1.3.2 M&A-Dienstleister	36
1.3.3 Sonstige Stakeholder	41
2 M&A als Herausforderung des Managements	47
2.1 M&A als Projekte	47
2.1.1 Eigenschaften von M&A-Projekten	47
2.1.2 Die Notwendigkeit der Projektperspektive bei M&A	48
2.1.3 Projektmanagement versus Projektdurchführung	49
2.1.4 Ziele von M&A-Projekten	51
2.1.5 Objekte des Projektmanagements	54
2.2 Aufgaben des M&A-Projektmanagements	56
2.2.1 Start des Projekts	56
2.2.2 Projektplanung	56
2.2.3 Projektsteuerung	63
2.2.4 Projektkontrolle	65
2.2.5 Abschluss des Projekts	67
2.3 Projektmanagement – eine integrative Sichtweise	67

Teil B Umsetzungstechnik: Module zur Durchführung von M&A-Vorhaben	77
Überblick und Executive Summary	79
3 Strategische Vorbereitung	81
3.1 Ziele und Strategien	81
3.1.1 M&A und andere strategische Optionen	81
3.1.2 Käufer	86
3.1.3 Verkäufer	103
3.2 Datenaufbereitung und Dokumentation	114
3.2.1 Grundlagen	114
3.2.2 Käufer	115
3.2.3 Verkäufer	116
3.3 Marktscreening	125
3.3.1 Der Prozess im Überblick	126
3.3.2 Käufer	131
3.3.3 Verkäufer	133
4 Transaktionsphase	135
4.1 Ansprache und Sondierung als Verhandlungsauftakt	136
4.1.1 Die Ansprache – ein heikles Unterfangen	136
4.1.2 Verhandlungsführung	144
4.2 Zusammenarbeit der Transaktionsparteien	155
4.2.1 Grundlagen	155
4.2.2 Vertraulichkeitsvereinbarung	155
4.2.3 Procedure Letter	159
4.2.4 Term Sheet, Letter of Intent und Memorandum of Understanding	160
4.3 Managementpräsentation	164
4.3.1 Beteiligte und Ziele	165
4.3.2 Ablauf	169
4.4 Due Diligence	170
4.4.1 Überblick	170
4.4.2 Käuferperspektive	171
4.4.3 Verkäuferperspektive	179
4.4.4 Analysebereiche	190
4.4.5 Fazit	203
4.5 Finanzierung von M&A-Transaktionen	204
4.5.1 Grundgedanken zur Finanzierung und zur optimalen Kapitalstruktur	204
4.5.2 Besonderheiten der Finanzierung von M&A-Transaktionen ...	210
4.5.3 Finanzierung durch den Käufer	210
4.5.4 Finanzierung aus dem Zielobjekt	221

4.6	Unternehmensbewertung	226
4.6.1	Theorie und Praxis	227
4.6.2	Einzelbewertungsverfahren	230
4.6.3	Gesamtbewertungsverfahren	239
4.6.4	Weiterentwicklungen: stochastische Verfahren	258
4.6.5	Zusammenfassung: Die Wahl des passenden Bewertungsverfahrens	259
4.7	Strukturierung der Transaktion	261
4.7.1	Share Deal versus Asset Deal	261
4.7.2	Finanzierungsstruktur	266
4.7.3	Beteiligungsverhältnisse	269
4.8	Verhandlung des Transaktionsvertrags und Signing	270
4.8.1	Transaktionsvertrag	270
4.8.2	Verhandlung des Transaktionsvertrags	296
4.9	Maßnahmen zum Closing	298
5	Integrationsphase	299
5.1	Post-Merger-Strategien und Integrationsfelder	299
5.1.1	Käufer	299
5.1.2	Verkäufer	325
5.2	Störereignisse nach dem Closing	325
Teil C Managementkunst: Projektmanagement bei M&A		329
Überblick und Executive Summary		331
6	Projektmanagement für Käufer	333
6.1	Projektstart	333
6.1.1	Überblick	333
6.1.2	Ausgangslage des Käufers	334
6.1.3	Ausgangslage des Verkäufers und des Transaktionsobjekts ...	336
6.1.4	Entscheidung über den Projektstart	338
6.2	Planung	343
6.2.1	Leistung, Ablauf und Termine	343
6.2.2	Organisation	346
6.2.3	Team und weitere Ressourcen	365
6.2.4	Kosten und Beratervergütung	381
6.2.5	M&A-Risiken	394
6.2.6	Information und Dokumentation	406
6.3	Steuerung	408
6.3.1	Team, Organisation, Information	408
6.3.2	Leistung, Ablauf und Termine	414
6.3.3	Steuerung der Risiken	415

6.4	Kontrolle	428
6.4.1	Begriff, Arten und Organisation der Kontrolle	428
6.4.2	Strategische Prozesskontrolle	430
6.4.3	Operative Prozesskontrolle	436
6.4.4	Erfolgskontrolle	438
6.4.5	Organisation der Kontrolle bei M&A	445
6.4.6	Zwischenfazit	446
6.5	Abschluss	448
6.6	Fazit	450
7	Projektmanagement für Verkäufer	455
7.1	Projektstart	455
7.2	Planung	461
7.2.1	Leistung, Ablauf und Termine	461
7.2.2	Organisation	464
7.2.3	Team und Ressourcen	469
7.2.4	Kosten	475
7.2.5	Risiken	479
7.2.6	Information und Dokumentation	483
7.3	Steuerung	483
7.3.1	Etablierung des Projekts: Organisation, Team, Information ...	483
7.3.2	Leistung, Abläufe und Termine	486
7.3.3	Risikosteuerung	487
7.4	Kontrolle	491
7.4.1	Strategische Prozesskontrolle	491
7.4.2	Operative Prozesskontrolle	494
7.4.3	Ergebniskontrolle	495
7.4.4	Organisation der Kontrolle	498
7.5	Abschluss	499
Teil D	Besondere M&A-Projekte	501
8	Public M&A – Erwerb börsennotierter Unternehmen	503
8.1	Überblick	503
8.2	Öffentliches Übernahmeangebot	505
8.2.1	Freiwilliges Übernahmeangebot	505
8.2.2	Pflichtangebot	505
8.2.3	Sonstige Erwerbsangebote	506
8.3	Feindliche Übernahme als Sonderfall	506
8.3.1	Der Klassiker: Feindliche Übernahme von Publikums-AGs ...	506
8.3.2	Neues Verständnis: Feindliche Übernahme eines nicht börsennotierten Unternehmens	507

9 Internationale M&A	509
9.1 Besonderheiten internationaler M&A-Märkte	509
9.2 Ausgewählte M&A-Märkte	511
9.2.1 Japan	511
9.2.2 Indien	512
10 Distressed M&A	517
Literatur	521
Stichwortverzeichnis	531
Die Autoren	536

Verzeichnis der Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AKV	Aufgaben, Kompetenzen und Verantwortlichkeiten
AO	Abgabenordnung
APV	Adjusted Present Value
B2B	Business-to-Business
BATNA	Best Alternative to a Negotiated Agreement
BBodSchG	Bundes-Bodenschutzgesetz
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BMC	Business Model Canvas
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulative Abnormal Return
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
COO	Chief Operating Officer
CRM	Customer-Relationship-Management
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DD	Due Diligence
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EK	Eigenkapital
ERP	Enterprise Resource Planning
FK	Fremdkapital
FRW	Finanz- und Rechnungswesen
GDP	Gross Domestic Product
GewSt	Gewerbesteuer
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GoF	Geschäfts- oder Firmenwert
GuV-Rechnung	Gewinn-und-Verlust-Rechnung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	Handelsgesetzbuch

XVI Verzeichnis der Abkürzungen

IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
InsO	Insolvenzordnung
ISO	International Organization for Standardization
IuK	IT- und Kommunikationssysteme
KSt	Körperschaftsteuer
LBO	Leveraged Buy-out
LoI	Letter of Intent
M&A	Mergers and Acquisitions
MAC	Material Adverse Change
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
MoU	Memorandum of Understanding
MRP	Marktrisikoprämie
NDA	non-disclosure agreement
NewCo	New Company
NWC	Net Working Capital
PMI	Post-Merger-Integration
PPS	Produktionsplanungs- und Steuerungssystem
Q&A	Questions & Answers
ROCE	Return on Capital Employed
ROI	Return on Investment
S&P	Standard and Poors
SE	Societas Europaea
SGF	strategisches Geschäftsfeld
SPA	Sale and Purchase Agreement/Share Purchase Agreement
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VDD	Vendor Due Diligence
W&I	Warranty & Indemnity Insurance
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZOPA	Zone of Potential Agreement

Teil A

Einführung in das M&A-Geschäft



ÜBERBLICK UND EXECUTIVE SUMMARY

Kapitel 1

Dem ersten Kapitel von Teil A liegen hinführende *Kernfragen* von Mergers & Acquisitions (M&A) zugrunde. Im Folgenden sind diese Kernfragen sowie die entsprechenden allgemeinen Antworten in stark verdichteter Form aufgeführt.

»Was zählt alles zu M&A?«

Zu M&A werden in diesem Buch solche Beteiligungen gezählt, durch die ein Mindestmaß an Einfluss auf das Transaktionsobjekt transferiert wird und bei denen typische M&A-Aufgaben wie Unternehmensbewertung oder Verhandlung anfallen. Hierbei kann es sich um Anteilskäufe (Share Deals) oder den Erwerb von Vermögensgegenständen (Asset Deals) handeln. Kooperationen zählen nicht zu M&A.

»Wie viele M&A-Transaktionen gibt es und wie große sind diese?«

In Deutschland finden in durchschnittlichen Jahren – je nach Quelle – zwischen 700 und 900 Transaktionen statt. Da die Statistiken niemals alle Transaktionen erfassen, dürfte die tatsächliche Zahl oberhalb dieser Werte liegen. Dabei spiegeln Unternehmenskäufe letztlich die Struktur der deutschen Wirtschaft wider, sodass die größte Zahl der Transaktionen mittelständischen Charakter hat. Zumindest das Transaktionsobjekt ist ganz überwiegend ein mittelständisches Unternehmen.

»Wie misst man den M&A-Erfolg – und sind M&A tatsächlich meist nicht erfolgreich?«

Für Verkäufer lohnt sich ein Unternehmensverkauf (fast) immer. Bei Unternehmenskäufen zeigen viele Untersuchungen durchwachsene Erfolge oder gar mehr Misserfolge als Erfolge, wobei hier deutlich mehr Studien für große (börsennotierte) Unternehmen vorliegen, die ja, wie oben angedeutet, gerade nicht das Gros der Transaktionen ausmachen. Im Kern können drei wichtige Methoden zur Messung des M&A-Erfolgs unterschieden werden: Erstens sind dies kapitalmarktorientierte Studien, in denen der Erfolg aus der Reaktion des Kapitalmarktes (Börse) auf eine Transaktion abgeleitet wird. Diese Untersuchungen lassen jedoch nur Aussagen für börsennotierte Unternehmen zu. Die zweite Gruppe misst den Erfolg anhand von Kennzahlen des Jahresabschlusses, sodass hier auch Aussagen zu Transaktionen möglich sind, an denen nicht börsennotierte Unternehmen beteiligt sind. Beiden Untersuchungsmethoden liegt ein finanzielles Erfolgsverständnis zugrunde – wobei finanzielle Ziele keinesfalls immer prioritär sein dürften. Kern der dritten Methode sind Befragungen von Managern, Experten oder anderen Gruppen zum Erfolg von Transaktionen. Hierbei besteht die Möglichkeit, den Erfolg nicht nur an finanziellen Größen zu messen, sondern auch anhand von strategischen oder anderen, teils subjektiven Kriterien.

»Welche Stakeholder sind bei M&A zu beachten?«

Hier werden drei Gruppen unterschieden: erstens die Transaktionsparteien (Käufer, Verkäufer) mitsamt ihrem Transaktionsobjekt, zweitens die meist auf beiden Seiten unterstützenden M&A-Dienstleister mitsamt der Finanzierungspartner und drittens die sonstigen Stakeholder wie Mitarbeiter oder Kunden. Letztere sind oftmals von einer Transaktion betroffen, ohne dass sie diese substantiell beeinflussen könnten.

Kapitel 2

Kapitel 2 erläutert die *Perspektive*, die den weiteren Verlauf der Darstellung in diesem Buch prägt. Erstens wird dargelegt, warum es für den Erfolg eines M&A-Vorhabens essenziell ist, zwischen der *Umsetzung* bzw. Implementation mit all ihren technischen Fragen (zum Beispiel Due Diligence, Unternehmensbewertung) und dem *Projektmanagement*, das heißt insbesondere der Planung, Steuerung und Kontrolle von M&A-Vorhaben zu unterscheiden. Zweitens wird aufgezeigt, wo die Trennlinie zwischen Umsetzungstechnik und Managementkunst verläuft.

Diese Sichtweise bildet den roten Faden und prägt die Unterteilung des Buches in seine Hauptbestandteile – Umsetzungstechniken in Form von M&A-Modulen (Teil B) und Projektmanagement von M&A-Vorhaben (Teil C).

1 Grundlagen

1.1 M&A für Entscheider

1.1.1 Zehn Thesen zum Management von M&A

1. Zu unterscheiden ist zweierlei: die Umsetzung eines Projekts und seine entsprechenden M&A-Instrumente (*Umsetzungstechnik*) einerseits und das Management von M&A-Projekten (*Managementkunst*) andererseits.
2. M&A-Projekte und -Prozesse sind geprägt von zwei Elementen: *Informationen und Interessen*. Es gibt kein M&A-Projekt, in dem nicht beides relevant wäre.
3. *Informationsunterschiede* zwischen dem *Verkäufer* und dem *Käufer* bestehen klassischerweise darin, dass der Verkäufer mehr über das Transaktionsobjekt weiß als der Käufer. Allerdings kann im Verlauf des M&A-Prozesses auch der umgekehrte Fall eintreten.
4. Es ist Aufgabe der Akteure in einem M&A-Projekt, Informationsunterschiede zu verringern, um effiziente Transaktionen zu ermöglichen. Getreu dem Motto »Wissen ist Macht«¹ werden Informationsunterschiede zum Teil jedoch auch verdeckt beibehalten oder sogar bewusst geschaffen. Der *Umgang mit Informationsunterschieden* ist bei M&A-Projekten vielschichtig.
5. *Interessenunterschiede* gerade zwischen dem *Käufer* und dem *Verkäufer* sind allgegenwärtig. Zwar haben beide in der Regel auch gleiche Interessen – zum Beispiel den Wunsch nach Transaktionsabschluss und Geheimhaltung –, jedoch bieten die Konditionen der Transaktion oder der Zeitpunkt und der Grad der Offenlegung von Informationen typischerweise Stoff für Konflikte.
6. *Weitere Informations- und Interessenunterschiede* treten *in anderen Konstellationen* auf, so etwa zwischen dem M&A-Berater und dem M&A-Auftraggeber, zwischen dem Verkäufer und dem Manager bzw. Geschäftsführer des Verkaufsobjekts oder auch zwischen dem Käufer als Darlehensnehmer und den das Vorhaben finanzierenden Banken.
7. Eine omnipräsente Gefahr für ein wertschöpfendes M&A-Projekt geht von Akteuren aus, die *Eigeninteressen verfolgen* und zudem *Informationsvorteile besitzen*. Solche Akteure sind geneigt, ihre aus ihrem Wissen resultierende Macht zu nutzen, um Parti-

1 Dieses Sprichwort (»For knowledge itself is power«) geht auf den englischen Philosophen Francis Bacon zurück, der damit die Wichtigkeit der Erkenntnis betonte.

- kularinteressen durchzusetzen. Der Abschluss einer Transaktion kann so leicht zum Selbstzweck werden. Ein sorgfältiges Projektmanagement sollte hiervor bewahren.
8. Die *planerischen, steuernden und kontrollierenden Aufgaben* im Rahmen eines M&A-Projekts sind mindestens genauso wichtig für den M&A-Erfolg wie die eigentliche Durchführung bzw. Umsetzung. Im Ausbau eines professionellen M&A-Projektmanagements jenseits der Umsetzungstechnik liegt ein erhebliches Potenzial. Dieses besteht jenseits der Optimierung einzelner Projektaufgaben in der *Optimierung des Gesamtprojekts*.
 9. *Dominanz in der (technischen) Projektumsetzung* unterdrückt vorausschauendes Projektmanagement.
 10. Natürlich lässt sich M&A-Projektmanagement nicht auf »zehn goldene M&A-Regeln« reduzieren. M&A sind komplexe Vorhaben, für die es *keine simplen Handlungsregeln* gibt.

1.1.2 Was sind Mergers & Acquisitions?

Der Begriff der Mergers & Acquisitions (M&A) hat sich – trotz oder gerade wegen seiner Unschärfe – in der Praxis durchgesetzt. Daneben werden viele weitere Begriffe wie Unternehmenskauf, -erwerb und -akquisition, Übernahme, Beteiligung, Unternehmenskonzentration, -fusion und -verschmelzung sowie Unternehmensverkauf oder Desinvestition benutzt.²

In diesem Buch wird der Praxis gefolgt, jedoch das Begriffsverständnis geschärft. Unter Mergers & Acquisitions werden Phänomene verstanden, die aus der Sicht mindestens eines der beteiligten Stakeholder die folgenden Eigenschaften aufweisen (vgl. Abb. 1, S. 8):³

- **Option des externen Wachstums bzw. der externen Schrumpfung.** M&A repräsentieren aus der Sicht des Erwerbers eine Option externen Wachstums und aus der Sicht des Verkäufers eine Möglichkeit zu externer Schrumpfung.
- **Transfer von Eigentumsrechten.** M&A haben den Übergang von Eigentum in Form von Gesellschaftsanteilen oder wesentlichen Vermögensgegenständen vom Verkäufer auf den Käufer zur Folge.
- **Übergang von Kontroll-/Leistungsrechten.** Der Erwerber erhält vom Verkäufer Informationsrechte und darüber hinaus Kontroll- und gegebenenfalls auch Leistungsrechte bezüglich des Transaktionsobjekts. Diese Rechte sind in der Regel an das Eigentum gekoppelt.
- **Veränderung der Selbstständigkeit.** Mit der Transaktion ist meist eine Veränderung der wirtschaftlichen oder rechtlichen Selbstständigkeit des Transaktionsobjekts verbunden.

² Vgl. etwa Picot 2012, S. 25 f.; Hawranek 2004, S. 14; Jansen 2016, S. 127–130.

³ Auf die Nennung weiterer Eigenschaften wird verzichtet. Strategische Absichten (vgl. Lucks/Meckl 2015, S. 6) liegen bei Finanzinvestoren zum Teil nicht vor, sodass dieses Kriterium hier unbeachtet bleibt.

Inwieweit diese Kriterien erfüllt werden, hängt letztlich vom *Beteiligungsumfang* ab, bei dessen Bemessung wiederum Schwellenwerte zu beachten sind.

Bei einem *klassischen Unternehmenskauf* können – ausgehend vom Leitbild einer deutschen Kapitalgesellschaft – die folgenden vier Stufen unterschieden werden (vgl. Abb. 1, S. 8):

- Der Übergang des *gesamten Unternehmens* sieht einen Transfer von 100 Prozent der Gesellschaftsanteile (Share Deal) bzw. aller Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten des Unternehmens (Asset Deal) vor.
- Eine *qualifizierte Mehrheit* umfasst den Übergang von mindestens 75 Prozent der Anteile. In vielen Satzungen bzw. Gesellschaftsverträgen ist festgelegt, dass mit dieser qualifizierten Mehrheit nahezu alle wichtigen Entscheidungen getroffen werden können.
- Eine *einfache Mehrheit* impliziert den Erwerb von mindestens 50 Prozent der Anteile zuzüglich eines Anteilsscheins. Hiermit ist der Erwerber Mehrheitseigentümer und kann wichtige Entscheidungen beeinflussen. Zudem kann in der Regel eine Aufnahme in den Konzernabschluss erfolgen.⁴
- Strittig ist, ob der Erwerb unterhalb von 50 oder gar unterhalb von 25 Prozent (*Sperrminorität*) noch eine M&A-Transaktion darstellt. Hierfür sprechen jedoch sowohl rechtliche als auch betriebswirtschaftliche Gründe: So kann auch bei Beteiligungen unterhalb dieser Grenzen Einfluss genommen werden. Dies gilt gerade bei Aktiengesellschaften (AG), da auf Hauptversammlungen selten alle Stimmrechte vertreten sind. Auch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) sieht vor, dass die Kontrolle einer AG bereits bei Erreichen der Schwelle von 30 Prozent erreicht wird.⁵ Noch weiter geht die Fusionskontrolle, bei der ab einer Schwelle von 25 Prozent der Anteile ein Zusammenschluss vermutet wird.⁶ Neben den genannten rechtlichen Gründen sprechen auch betriebswirtschaftliche Erwägungen dafür, Anteilskäufe unterhalb von 25 Prozent dem M&A-Begriff zuzuordnen. Solange wichtige M&A-Aufgaben wahrgenommen werden, etwa die Verhandlung über die Konditionen des Kaufs bzw. Verkaufs, zählt auch die Übernahme einer Minderheit zu M&A. So kann eine Beteiligung von beispielsweise 10 Prozent an einer sehr großen Gesellschaft leicht einen Transaktionswert von mehr als einer Milliarde Euro ausmachen, sodass zentrale M&A-Aufgaben wie etwa die Unternehmensbewertung, die Akquisitionsfinanzierung oder die Akquisitionsverhandlung professionell wahrgenommen werden müssen. Warum also sollte diese Beteiligung nicht zu M&A zählen? Zudem kann eine Beteiligung *oberhalb von 5 Prozent der Anteile* bereits dazu genutzt werden, einen Squeeze-out zu behindern. Außerdem sind selbst mit dieser geringen Beteiligungshöhe bereits relevante Informationsrechte verbunden.

4 Ob dies möglich ist, hängt von der gesellschaftsrechtlichen Struktur ab.

5 Vgl. §29 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG).

6 Vgl. hierzu §47 des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB).

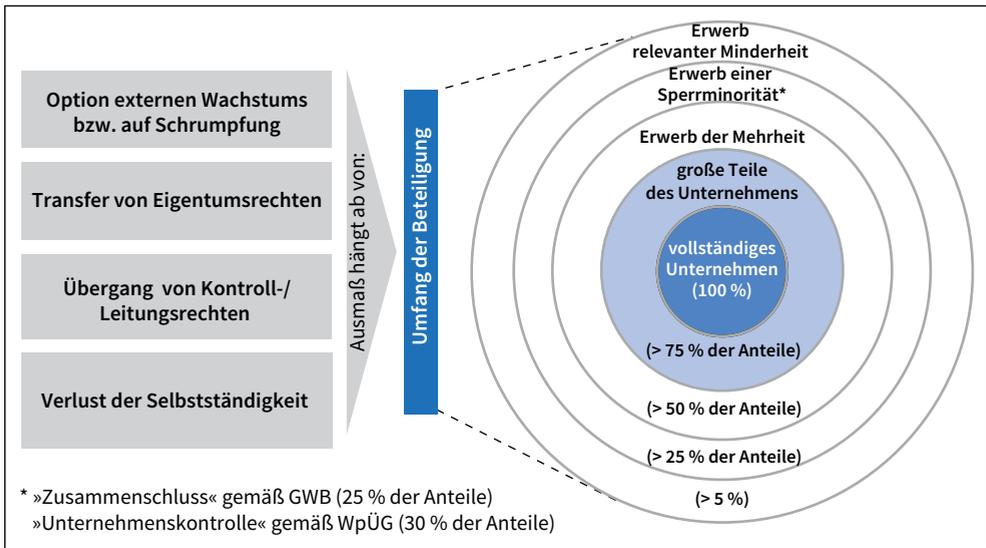


Abb. 1: Abgrenzung von Mergers & Acquisitions

Unstrittig der Regelfall im Kreis der M&A-Phänomene ist eine Transaktion, bei der das Unternehmen zur Gänze übergeht, gegebenenfalls auch in mehreren Schritten. Der Transfer von Eigentums-, Kontroll- und/oder Leitungsrechten sowie die Wachstums- bzw. Schrumpfungsmöglichkeiten sind hierbei maximal. Auch verändert sich die wirtschaftliche Selbstständigkeit des Transaktionsobjekts.

Entfernt man sich von diesem Nukleus und nähert sich den äußeren Kreisen, so nimmt das Gewicht der oben genannten M&A-Eigenschaften ab. Bei 50 Prozent zuzüglich eines Anteils sind die Leitungsrechte bereits eingeschränkt. Bei 25 Prozent zuzüglich eines Anteils gehen – wenn überhaupt – nur geringe Leitungsrechte über. Jedoch werden Eigentums- und auch Kontrollrechte transferiert und anorganische Wachstumsoptionen durchaus genutzt.

Kooperationsformen, die rein auf vertraglichen Vereinbarungen⁷ beruhen, werden explizit *nicht* zu M&A gezählt (vgl. Abb. 2, S. 9). Kooperationen weisen aufgrund ihres Zustandekommens, ihrer gemeinschaftlichen Führung und auch im Hinblick auf ihre Beendigung vielfältige kulturelle und rechtliche Besonderheiten auf, die sie von M&A deutlich unterscheiden. Umgekehrt werden viele M&A-Instrumente – man denke an die Unternehmensbewertung oder die Due Diligence – bei Kooperationen entweder gar nicht oder nur in wesentlich geringerer Intensität als bei M&A eingesetzt. Somit repräsentieren Kooperationen eine selbstständige Form des Unternehmenszusammenschlusses, die nicht zu M&A zählt.

⁷ Zum Beispiel Lizenzvereinbarungen, strategische Allianzen oder Konsortien.

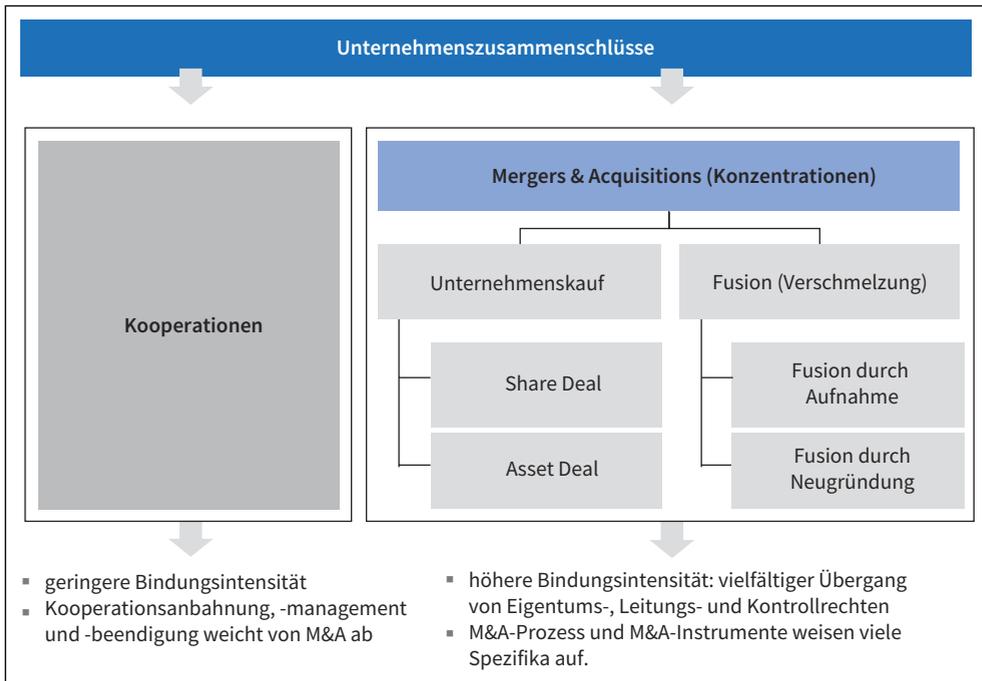


Abb. 2: Abgrenzung M&A von Kooperationen (Quelle: in Anlehnung an Bieg/Kußmaul 2006, S. 346 f.)

Mergers & Acquisitions setzen sich aus zwei Grundformen zusammen: Unternehmenskäufe bzw. -verkäufe auf der einen und Fusionen bzw. Verschmelzungen auf der anderen Seite.

Ein *Unternehmenskauf* bzw. *-verkauf* ist der Erwerb bzw. die Veräußerung eines Unternehmens oder eines wesentlichen Unternehmensteils, wobei die oben genannten M&A-Eigenschaften erfüllt sein müssen. Es können die beiden folgenden Grundformen unterschieden werden:⁸

- **Share Deal.** Die meisten Transaktionen mit relevanter Größenordnung erfolgen im Rahmen eines sogenannten Share Deals. Hierbei werden Anteile einer Personen- oder Kapitalgesellschaft übertragen. Transaktionsgegenstand sind die Gesellschaftsanteile bzw. die mit ihnen verbundenen Rechte, sodass von einem »Rechtskauf« gesprochen wird. Der Käufer tritt mittelbar in die Position des bisherigen Rechteinhabers ein. Die Identität des Unternehmens bleibt davon unberührt, da lediglich ein Eigentumswechsel stattgefunden hat, der Rechtsträger hiervon aber unberührt bleibt.
- **Asset Deal.** Eine Transaktion kann auch in Form eines Asset Deals erfolgen. Hierbei werden die einzelnen Vermögensgegenstände und gegebenenfalls auch die Verbindlichkeiten des Unternehmens übernommen. Es handelt sich somit um einen kombinierten »Sach- und Rechtskauf«, da beides, Sachen und Rechte (zum Beispiel Markenrechte oder Patentrechte), übernommen wird. Im Zuge der Transaktion wird oftmals nur ein Teil der Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten übernommen. Dieser Eingriff in

8 Vgl. hierzu etwa Semler 2015, S. 788–790.

das Unternehmen hat zum Ziel, bestimmte risikobehaftete oder für den Erwerber uninteressante Unternehmensteile von der Transaktion unberührt im Unternehmen und damit beim Veräußerer zu belassen. Letztlich werden nur diejenigen Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten übernommen, die explizit im Transaktionsvertrag Erwähnung finden.

Eine *Fusion* ist die Verschmelzung von mindestens zwei rechtlich selbstständigen Unternehmen zu einer neuen wirtschaftlichen und rechtlichen Einheit. Dabei geht das eine der beiden Unternehmen auf das andere über und verliert somit seine rechtliche Eigenständigkeit. Handelt es sich um eine Verschmelzung mit Konzernexternen, so wird der Kaufpreis für das Transaktionsobjekt in Anteilen des übernehmenden Unternehmens entrichtet und dazu ein Umtauschverhältnis bestimmt. Die beiden folgenden Möglichkeiten stehen zur Verfügung:

- **Fusion durch Aufnahme.** Hierbei werden die Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten des Erwerbsobjekts auf den Erwerber übertragen.
- **Fusion durch Neugründung.** Hierbei wird eine neue rechtliche Einheit geschaffen, in die die Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten sowohl des Erwerbers als auch des Erwerbsobjekts eingehen.

Oftmals folgt auf einen vorausgehenden Unternehmenskauf die Fusion der an dem Kauf beteiligten Unternehmen. Im ersten Schritt wird das Unternehmen gekauft, um es später im Rahmen der sogenannten Post-Merger-Integration mit dem Erwerberunternehmen zu verschmelzen.

1.1.3 Überblick über das Buch

»M&A is a careful blend of art and science.«⁹

Das Zitat stammt aus dem Buch von Marks et al., das von der US-amerikanischen Alliance of Merger & Acquisition Advisors für Fortbildungen genutzt wird. Es spiegelt die Grundidee des vorliegenden Buches wider, die sich wie folgt umreißen lässt:

- M&A beruhen zum einen auf der Anwendung analytischen Wissens, das etwa im Bereich der Unternehmensbewertung oder der Akquisitionsfinanzierung klar zutage tritt. Wir reden hier im Buch von *Umsetzungstechnik* bzw. *Projektdurchführung*.
- Zum anderen basieren M&A auf der Kunst, vielschichtige und komplexe Projekte zu führen. Hierbei sind nicht nur fachliches und methodisches Know-how maßgeblich. Vielmehr müssen auch die Interessen und die Macht der involvierten Akteure berücksichtigt werden. Deren Verhalten ist nicht allein rational, sondern auch emotional und instinktiv geleitet. Nicht zuletzt gilt es, die vielfältigen (externen) Einflüsse, die ebenfalls auf M&A-Projekte einwirken, in die Projektführung einzubeziehen. Wir sprechen

9 Vgl. Marks et al. 2012, S. XVIII.

hier von *Managementkunst* bzw. *Projektmanagement*. Zwar wird das Projektmanagement von analytischen Methoden unterstützt, doch darüber hinaus spielen Erfahrung, Fingerspitzengefühl und Intuition eine maßgebliche Rolle.

Bereits der Untertitel dieses Buches – Managementkunst und Umsetzungstechnik – verdeutlicht diese Perspektive. Sie ist geleitet von der Überzeugung, dass ein M&A-Projekt nur dann systematisch gelingen kann, wenn beides zusammentrifft. Fehlt hingegen das Know-how auf der einen wie auf der anderen Seite, so bleibt der Projekterfolg aus – es sein denn, er speist sich aus glücklichen Fügungen. Insofern wird hier keine der beiden Seiten der »M&A-Medaille« priorisiert. Sie sind gleichwertig und gleich wichtig.

Dieses Buch hat zum Ziel, M&A-Wissen für *Entscheider* zu vermitteln. Dies kann nur gelingen, wenn das, was aus der Sicht des Entscheiders unwesentlich ist, vom Wesentlichen getrennt und ausgesondert wird. Einige Hinweise mögen die Vorgehensweise verdeutlichen. Im Bereich der M&A-Umsetzungstechnik gibt es unzählige Artikel und Bücher, die detailliert Einblick in die »technischen« Details einer Due Diligence, einer Unternehmensbewertung oder in die Ausgestaltung eines Kaufvertrags geben. Während der Entscheider zweifellos einen guten Überblick über diese Themen benötigt, wird er doch nie Experte für die finanziellen oder juristischen Details eines M&A-Projekts sein können oder wollen. Daher wird in diesem Buch Wert auf eine komprimierte Darstellung der Aufgaben im Bereich der Projektdurchführung (»Umsetzungstechnik«) gelegt, um den Entscheider nicht mit zu vielen Details zu belasten. In *Teil B* dieses Buches wird auf diese Aufgabebereiche bzw. Module der Vorbereitungs-, Transaktions- und Integrationsphase eines M&A-Projekts eingegangen.

Für Entscheider von besonderer Bedeutung sind die Managementkunst und damit das Management von M&A-Projekten. Hier findet sich in der M&A-Praxis und im Schrifttum oftmals ein nur unterentwickeltes Verständnis dafür, dass M&A-Projekte zu planen, zu steuern und zu kontrollieren sind und wie dies geschehen sollte. In *Teil C* dieses Buches wird daher das Projektmanagement aus der Sicht sowohl des Käufers als auch des Verkäufers ausführlich behandelt.

In *Teil D* werden zur Abrundung des Buches Besonderheiten spezieller M&A-Projekte in gebotener Kürze vorgestellt. Hierbei geht es um den Erwerb eines börsennotierten Unternehmens (»Public M&A«), die Besonderheiten internationaler bzw. von »Cross-Border«-M&A und die Übernahme von Unternehmen in der Krise oder Insolvenz (»Distressed M&A«). Des Weiteren werden feindliche Übernahmen angesprochen, die im Schrifttum vernachlässigt werden, in der Praxis jedoch – nicht nur bei börsennotierten Transaktionsobjekten – relevant sein können.

Abb. 3 (S. 12) verdeutlicht die Grundstruktur des Buches.

Bevor die Durchführung und das Management eines M&A-Projekts in *Teil B* thematisiert werden, wird im Folgenden skizziert, welche quantitative Bedeutung M&A haben, wie der Erfolg von M&A bewertet wird und welche Akteure bei M&A zu berücksichtigen sind. Zudem wird in Kapitel 2 die Projektperspektive für M&A-Transaktionen näher erläutert.

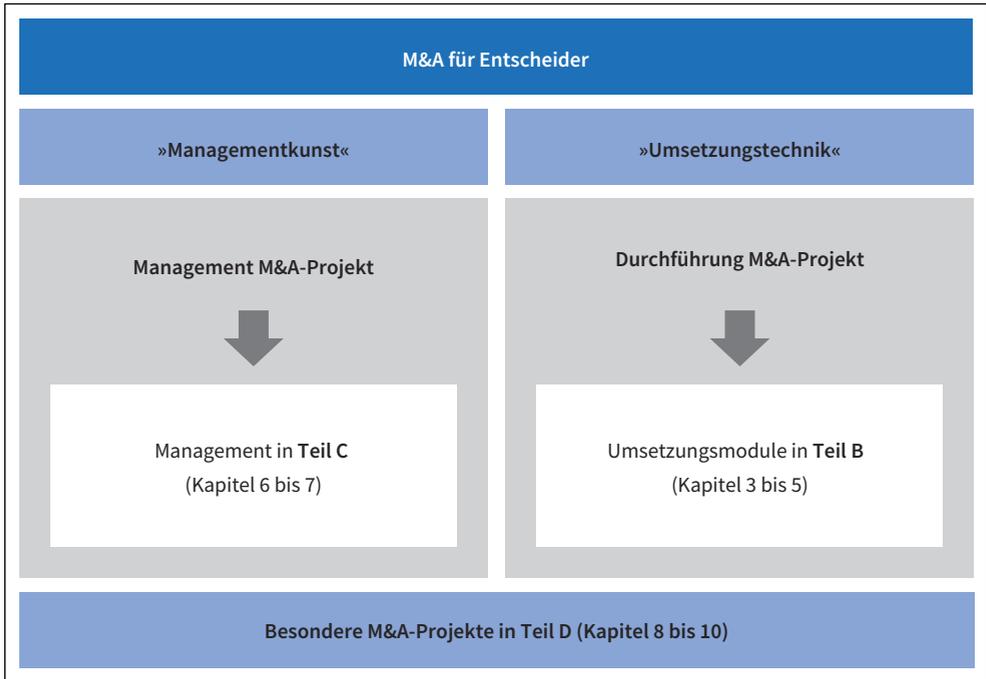


Abb. 3: Überblick über das Buch

WICHTIG

M&A – geprägt von Informations- und Interessenunterschieden

Wenngleich in dieses Buch verschiedene theoretische Perspektiven eingeflossen sind, ist es doch vornehmlich von informationsökonomischen und agency-theoretischen Grundüberlegungen geprägt. Essenziell sind demzufolge die Bedeutung ungleich verteilter und keinesfalls kostenloser Informationen sowie die Annahme, dass bei M&A-Projekten Interessenunterschiede zwischen den Akteuren herrschen. Beides, Informationsunterschiede *und* Interessenunterschiede, sind bei M&A-Projekten zu berücksichtigen, will man als Entscheider erfolgreich sein.

Da Entscheider unter einem chronischen Zeitmangel leiden, sollen die zahlreichen *Abbildungen* in diesem Buch helfen, einen schnellen, visuell gestützten Überblick über und Einstieg in die jeweiligen Themen zu erhalten, um ein gezieltes Lesen zu ermöglichen.

1.2 Bedeutung und Erfolg von M&A

1.2.1 Häufigkeit und Größenordnungen von M&A

Die Frage nach der Zahl oder dem Gesamtwert der M&A-Transaktionen in Deutschland, Europa oder der Welt ist leicht gestellt, jedoch nur schwer zu beantworten. Im Folgenden werden zunächst Erhebungen branchenüblicher M&A-Datenbanken vorgestellt (hier: Thomson Financial, Mergermarket, M&A-Database)¹⁰. Anschließend werden die Angaben eingeordnet, verglichen und relativiert.

Im Kreis der Investmentbanken weit verbreitet sind die M&A-Angaben von Thomson Financial (vgl. Abb. 4). Sie zeigen auf, dass die M&A-Intensität in den Jahren 2014 und 2015 weltweit hoch war. Mit Einschränkungen gilt dies auch für Europa. Die Zahl der Transaktionen belief sich 2015 weltweit auf 3.997, europaweit waren es 827. Das finanzielle Transaktionsvolumen (ausgedrückt in kumulierten Transaktionswerten) lag 2015 weltweit bei 4.257 Mrd. USD, in Europa bei 840 Mrd. USD. Damit ergibt sich rechnerisch welt- wie europaweit für 2015 ein durchschnittlicher Transaktionswert von einer guten Milliarde USD (USA: +36 Prozent gegenüber 2014, Europa: +27 Prozent gegenüber 2014).

Die Zahlen zeigen, dass Europa im Jahr 2015 unterrepräsentiert, weil für nur rund 20 Prozent der weltweiten Transaktionen verantwortlich war, was seiner wirtschaftlichen Bedeutung nicht entspricht. Hier macht sich unter anderem eine gewisse Zurückhaltung gegenüber M&A-Transaktionen bemerkbar. Die höheren relativen Anteile in den Jahren 2006 (37 Prozent) und 2007 (41 Prozent; vgl. zu den Ausgangsdaten Abb. 5, S. 14) deuten zudem darauf hin, dass die wirtschaftlichen Instabilitäten in vielen Ländern Europas für eine Zurückhaltung verantwortlich sein könnten.

	Weltweit		Europaweit	
	2015	2014	2015	2014
Finanzielles Transaktionsvolumen	4.257 Mrd. USD	3.131 Mrd. USD	840 Mrd. USD	773 Mrd. USD
Transaktionszahl	3.997	3.976	827	969
Durchschnittlicher Wert / Transaktion	1,065 Mrd. USD	0,79 Mrd. USD	1,016 Mrd. USD	0,8 Mrd. USD

Abb. 4: M&A-Daten für 2014 und 2015 (Quelle: Thomson Financial. Vgl. hierzu die Angaben in Maurer/Pachta 2016a, Maurer/Pachta 2016b und Maurer/Pachta 2015, die auf Thomson Financial beruhen.)

¹⁰ Ergänzend auch die Datenbank Majunke (Transaktionsdatenbank) mit nützlichen Auswertungen für den deutschsprachigen Raum, die deutlich mehr Transaktionen erfasst und auch kleinere Transaktionen einbezieht.