

WHU-Forschungspapier Nr. 57 / September 1998

Mergers & Acquisitions

Von Günter Dufey und Ulrich Hommel

Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU)
Otto-Beisheim-Hochschule
Burgplatz 2
56179 Vallendar/Rhein



* 1088/98 *

-
- ◆ Günter Dufey, ist Professor für Internationale Unternehmensfinanzierung an der WHU Koblenz und Professor of International Business and Finance an der University of Michigan Business School in Ann Arbor, MI.
 - ◆ Ulrich Hommel, A.M., Ph.D., ist Wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Internationale Unternehmensfinanzierung der WHU Koblenz.

Forschungspapiere
der Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung (WHU)
- Otto-Beisheim-Hochschule -

Lfd. Nr.	Autor	Titel
1.	Weber, Jürgen	Theoretische Herleitung eines Controlling in Software-Unternehmen (Juni 1991)
2.	Heinzl, Armin	Spinning off the Information Systems Support Function (Juni 1991)
3.	Setzer, Ralf	Ergebnisse einer Befragung zur Beschaffungsplanung für zentrale Rechnersystem (August 1991)
4.	Pfähler, Wilhelm Lambert, Peter	Die Messung von Progressionswirkungen (Oktober 1991)
5.	Pfähler, Wilhelm Lambert, Peter	Income Tax Progression and Redistributive Effect: The Influence of Changes in the Pre-Tax Income Distribution
6.	Pfähler, Wilhelm Leder, Thomas	Operative Synergie – von der Theorie zur Unternehmenspraxis (z. Zt. nicht erhältlich, wird überarbeitet)
7.	Wiese, Harald	Network Effects and Learning Effects in a Heterogeneous Dyopoly (Dezember 1991)
8.	Heinzl, Armin Stoffel, Karl	Formen, Motive und Risiken der Auslagerung der betrieblichen Datenverarbeitung (Januar 1991)
9.	Bungenstock, Christian Holzwarth, Jochen Weber, Jürgen	Wegfallkosten als Informationsbasis strategischer Entscheidungen (Januar 1992)
10.	Lehner, Franz	Messung der Software-Dokumentationsqualität (August 1992)
11.	Heinzl, Armin Sinß, Michael	Zwischenbetriebliche Kooperationen zur kollektiven Entwicklung von Anwendungssystemen (August 1992)
12.	Heinzl, Armin	Die Ausgliederung der betrieblichen Datenverarbeitung
13.	Lehner, Franz	Expertensysteme zur Unterstützung der Strukturorganisatorischen Gestaltung von Unternehmen
14.	Lehner, Franz	Brauchen wir eine Theorie der Wirtschaftsinformatik?

Lfd. Nr.	Autor	Titel
15.	Lehner, Franz Setzer, Ralf Hofmann, Hubert	Wartung und Pflege von Wissensbanken
16.	Müller, Wolfgang Klein, Sebastian	Grundzüge einer verhaltensorientierten Preistheorie im Dienstleistungsmarketing
17.	Lehner, Franz	Considerations on Information System Based on an Empirical Study
18.	Lehner, Franz Hofmann, Hubert Hofmann, Hubert	Maintenance of Knowledge Based Systems
19.	Lehner, Franz Sikora, Hermann	Wartung objektorientierter Softwaresysteme
20.	Lehner, Franz Röckelein, Wolfgang	Anwendung der Erfolgsfaktoren-Analyse zur Diagnose der betrieblichen Informationsverarbeitung
21.	Lehner, Franz	Gedanken und Notizen zur Entwicklung von Informatik-Strategien
22.	Albach, Horst	La Economia de la Empresa Como Ciencia
23.	Müller, Wolfgang	Konzeptionelle Grundlagen des Integrativen Dienstleistungsmarketing
24.	Weber, Jürgen Hamprecht, Markus	Stand und Anwendungsperspektiven des Controlling in Verbänden und ähnlichen Non-Profit-Organisationen (März 1994)
25.	Weber Jürgen Kummer, Sebastian Großklaus, Armin Nippel, Harald Warnke, Dorothee	Methodik zur Generierung von Logistik-Kennzahlen (Juni 1994)
26.	Kummer, Sebastian	Controlling Logistics in the German Automotive Industry (Juni 1994)
27.	Weber, Jürgen	Zur Bildung und Strukturierung spezieller Betriebswirtschaftslehren (August 1994)
28.	Weber, Jürgen Kaminski, Arndt	Zum Promotionsverhalten in der deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre (Oktober 1994)

Lfd. Nr.	Autor	Titel
29.	Rösler, Frank	Target Costing für komplexe Produkte Ein Diskussionsbeitrag zur Anwendungsproblematik des Zielkostenmanagements (März 1995)
30.	Weber, Jürgen Brettel, Malte Großklaus, Armin Hamprecht, Markus Rösch, Barbara E. Schäffer, Utz	Grundgedanken zur Entwicklung einer Theorie der Unternehmensführung (Mai 1995)
31.	Weber, Jürgen	Kostenrechnung-(s)-Dynamik - Einflüsse hoher unternehmensex- und -interner Veränderungen auf die Gestaltung der Kostenrechnung (Mai 1995)
32.	Weber, Jürgen	Selektives Rechnungswesen (Mai 1995)
33.	Weber, Jürgen	Controlling versus New Public Management als alternative oder sich ergänzende Konzepte der Umgestaltung öffentlicher Institutionen? (März 1996)
34.	Weber, Jürgen Goedel, Hanns Schäffer, Utz	Zur Gestaltung der strategischen und operativen Planung (April 1996)
35.	Weber, Jürgen Brettel, Malte Schäffer, Utz	Gedanken zur Unternehmensführung (April 1996)
36.	Jost, Peter-J.	Crime, Coordination, and Punishment: An Economic Analysis (Mai 1996)
37.	Jost, Peter-J.	A Positive Economic Analysis of Law Enforcement (September 1996)
38.	Weber, Jürgen Weißenberger, B	Relative Einzelkosten- und Deckungsbeitragsrechnung: A Critical Evaluation of Riebel's Approach (November 1996)
39.	Weber, Jürgen Weißenberger, B	Rechnungslegungspolitik und Controlling: Zur Gestaltung der Kostenrechnung (November 1996)

Lfd. Nr.	Autor	Titel
40.	Weißberger, B.	Accounting as a Credence Good: An Attempt to Throw Some Light on the Recent Loss of Relevance of German Management Accounting (November 1996)
41.	Weißberger, B.	Kundenbindung und Vertrauen in der Beziehung zwischen Wirtschaftsprüfer und Mandant (November 1996)
42.	Weber, Jürgen	Kostenrechnung am Scheideweg? (November 1996)
43.	Weber, Jürgen Aust, René Weißberger, B.	Benchmarking des Controllerebereichs: Ein Erfahrungsbericht
44.	Weißberger, B.	Die Regelung zum Prüferwechsel im Referentenentwurf zum KonTraG: Eine neo-institutionale Analyse
45.	Weber, Jürgen	Zur Abgrenzung von Führung und Controlling (Dezember 1997)
46.	Olber, Jochen Schweizer, Christoph Sturm, Patrick	Forschung und Lehre in Entrepreneurship, Stand der Disziplin in den USA und Schlußfolgerungen für Deutschland Band 1: Hauptteil
47.	Olber, Jochen Schweizer, Christoph Sturm, Patrick	Forschung und Lehre in Entrepreneurship, Stand der Disziplin in den USA und Schlußfolgerungen für Deutschland Band 2: Dokumentation
48.	Weber, Jürgen Schäffer, Utz	Sicherstellung einer angemessenen Rationalität der Führung als Funktion des Controlling (Januar 1998)
49.	Weber, Jürgen Schäffer, Utz	Sicherstellung der Rationalität von Führung als Controlleraufgabe? (April 1998)
50.	Hommel, Ulrich Pritsch, Gunnar	Investitionsbewertung mit dem Realloptionsansatz (April 1998)
51.	Weber, Jürgen Schäffer, Utz	Sicherung der Rationalität in der Willensbildung durch die Nutzung des fruchtbaren Spannungsverhältnisses von Reflexion und Intuition. (Mai 1998)
52.	Dufey, Günter Hommel, Ulrich	Financing the German Mittelstand. (Mai 1998)

Lfd. Nr.	Autor	Titel
53.	Dufey, Günter Hommel, Ulrich	Why there is never Peace in International Trade: The Case of Canada-U.S. Economic Relations. (Mai 1998)
54.	Weber, Jürgen	Logistik als akademische Disziplin am Ende des 20. Jahrhunderts – ein deutscher Standpunkt (Juli 1998)
55.	Schäffer, Utz	Führung von lernenden Gemeinschaften im Unternehmen (August 1998)
56.	Weber, Jürgen Bach, Sabine Brettel, Malte Grothe, Martin Schäffer, Utz	Grundmodell einer dynamischen Theorie ökonomischer Akteure (August 1998)

Rektorat / August 1998

Mergers & Akquisitions

1. Begriffliche Abgrenzung

Unter Mergers & Acquisitions (**M&A**) versteht man Transaktionen, die neben der Übertragung von Eigentumsrechten vor allem auch den Transfer von Leitungs- und Kontrollbefugnissen an Unternehmen (**Corporate Control**) zum Gegenstand haben. Der Erwerb geringfügiger oder ausschließlich renditeorientierter Beteiligungen durch Privatpersonen und institutionelle Anleger sowie anderer (Finanz-) Investoren wird folglich nicht berücksichtigt. Der Begriff **Akquisition** umfaßt den Erwerb von ganzen Unternehmen, einzelnen Unternehmensteilen sowie von strategischen Anteilspaketen. **Mergers (Fusionen)** stellen eine Sonderform der Akquisition dar, bei der ein beteiligtes Unternehmen seine rechtliche Selbständigkeit verliert. Im allgemeinen wird der Kauf eines Unternehmens auch als Übernahme (**Takeover**) bezeichnet, der mit Unterstützung des Managements der Zielgesellschaft (**Friendly Takeover**) oder gegen dessen erklärten Wunsch (**Hostile Takeover**) durchgeführt werden kann. Wenn bei einer Fusion beide Unternehmen ihre rechtliche Selbständigkeit verlieren und Teil einer neu geschaffenen Gesellschaft werden, dann spricht man auch von einer **Konsolidierung**.

Im weiteren Sinne qualifizieren sich auch die Schaffung **strategischer Allianzen** mit anderen Gesellschaften sowie Desinvestitionen (**Divestitures**) als M&A-Transaktionen. Typischerweise werden strategische Allianzen entweder mit Hilfe von wechselseitigen Kapitalbeteiligungen oder durch die Gründung von **Joint Ventures** bei gleichzeitiger Einbringung von Unternehmensteilen in die gemeinsame Tochtergesellschaft geschlossen. Die gängigste Form der Desinvestition ist der Verkauf einer bestehenden Tochtergesellschaft an ein anderes Unternehmen. Unter Umständen wird jedoch ein Unternehmensteil als eigenständige Kapitalgesellschaft ausgegründet und die Gesellschafteranteile proportional an die Aktionäre der Muttergesellschaft verteilt (**Spin-Off**). Wenn es sich dabei um die Auflösung eines gesamten Unternehmenskonzerns handeln sollte (Bsp. Trennung der „Baby Bells“ von AT&T), dann spricht man auch von einem **Split-Up**. Findet die rechtliche Verselbständigung eines Unternehmensteils dadurch statt, daß Aktionäre der Muttergesellschaft ihren Anteilsbesitz gegen Aktien der neu gegründeten Gesellschaft eintauschen, dann handelt es sich um einen sogenannten **Split-Off**. Das Mutterunternehmen kann jedoch auch die Anteile eines ausgegründeten Unternehmensteils an Dritte veräußern und damit zusätzliches Kapital aufnehmen. Dies wird in der Praxis als **Equity Carve-Out** bezeichnet [2].

Der Kauf eines Unternehmens erfolgt typischerweise durch die Übertragung von Gesellschaftsanteilen (**Share Deal**), die entweder im börslichen oder im außerbörslichen Handel angeboten werden. Bei dem Kauf von rechtlich unselbständigen Unternehmensteilen bietet sich als Alternative auch die Übertragung der betroffenen Vermögensgegenstände (**Asset Deal**) an. Im Gegensatz zu einem Share Deal besteht bei einem Asset Deal eher die Möglichkeit, die Transaktion ohne die Zustimmung der Aktionärsversammlung durchzuführen.

Nicht nur der Titel des Beitrags, sondern vor allem die Dominanz angelsächsischer Institutionen in diesem Geschäfts verdeutlichen, daß das branchenspezifische Vokabular stark mit Anglizismen durchsetzt ist. Es wurde bewußt darauf verzichtet, diese Fachausdrücke ins Deutsche zu übersetzen.

2. Die Entwicklung des deutschen M&A-Marktes

Der deutsche M&A-Markt hat, gemessen an der Zahl der Transaktionen und dem Gesamtvolumen, seit Anfang der 80er Jahre ein starkes Wachstum erfahren. Abb. 1 und Abb. 2 verdeutlichen, daß hierfür insbesondere folgende Erklärungsfaktoren in Frage kommen:

- ▶ Die Unterzeichnung der Einheitlichen Europäischen Akte (1986) und die Vollendung des Gemeinsamen Marktes (Binnenmarkt 1992);
- ▶ die deutsche Wiedervereinigung (1989/90) und die sich daran anschließende Privatisierungswelle durch die Treuhandanstalt;
- ▶ die durch den Technologie- und Strukturwandel ausgelöste Liberalisierung der Märkte und die damit verbundenen **Privatisierungen** des Bundes, der Länder und der Kommunen;
- ▶ die durch die Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrages (1992) bedingte Konsolidierung der Staatsfinanzen und die dadurch ausgelösten Privatisierungen;
- ▶ das verstärkte Auftreten angelsächsischer Investment-Banken auf dem deutschen M&A-Markt seit Ende der 80er Jahre.

Abbildung 1

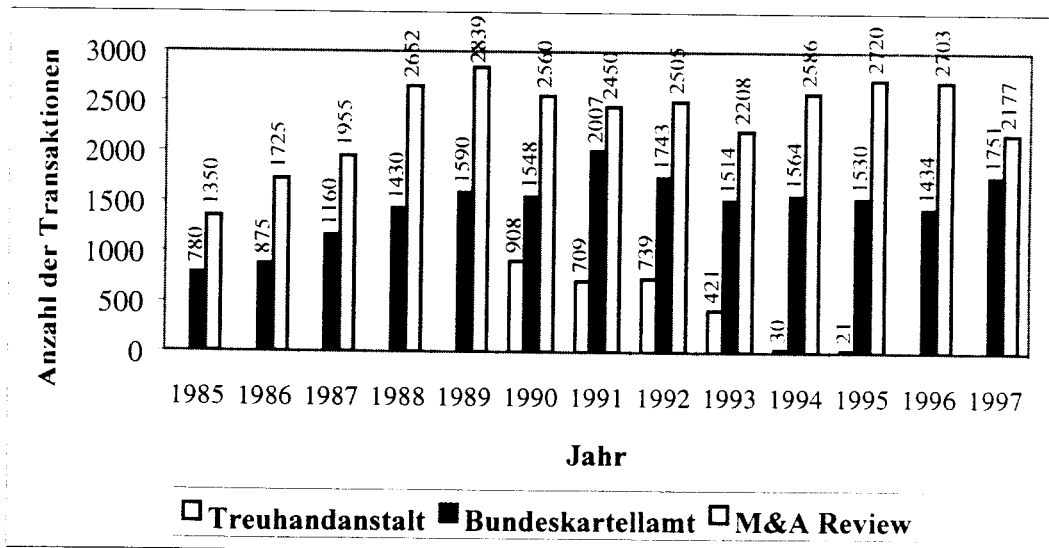


Abb. 1: M&A-Transaktionen in Deutschland, 1985-1997, Quelle: [3]

Abbildung 2

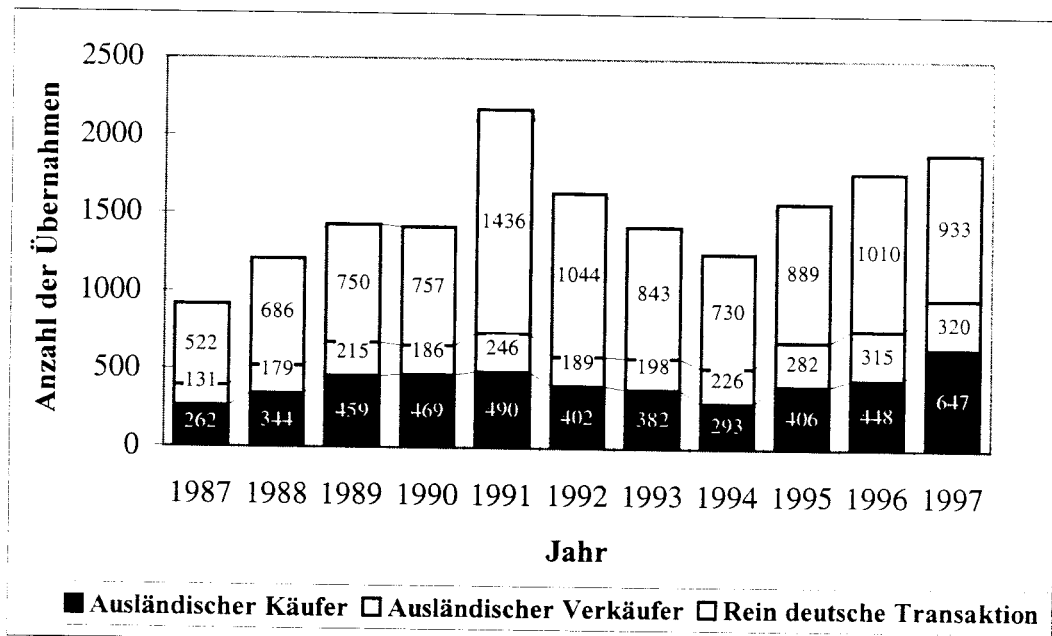


Abb. 2: Unternehmensübernahmen mit deutscher Beteiligung, 1987-1997, Quelle: [4]

Insgesamt wird aus diesen Zahlen deutlich, daß der deutsche Markt für die M&A-Branche erhebliche Attraktivität gewonnen hat. Die relative Bedeutung der grenzüberschreitenden Transaktionen erklärt ferner, warum sich der deutsche Markt in den letzten Jahren zunehmend an die Standards und Praktiken des internationalen M&A-Geschäfts angepaßt hat. Abb. 3 unterstreicht jedoch, daß Europa gegenüber den Vereinigten Staaten trotz vergleichbarer Größe immer noch ein geringeres Durchschnittsvolumen aufweist. Es wird ferner deutlich, daß der M&A-Markt insgesamt starken zyklischen Schwankungen unterworfen ist.

Abbildung 3

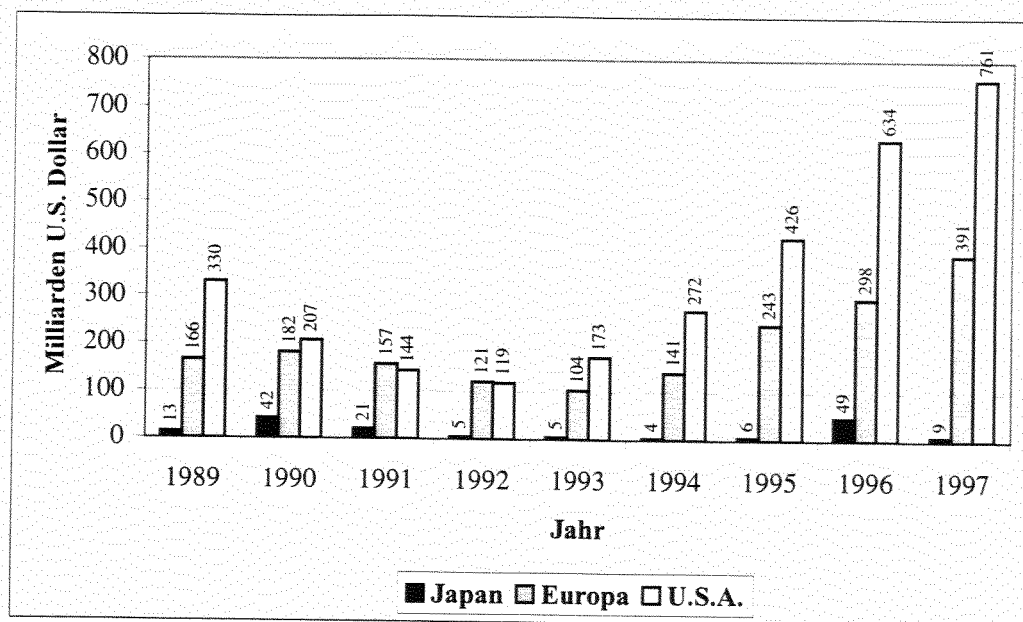


Abb. 3: Volumen des M&A-Marktes in Europa, U.S.A. und Japan, 1989-1997, Quelle: [5]

3. M&A-Beratung als Finanzdienstleistung

Mergers & Acquisitions gehört neben der Börseneinführung (**Going Public** oder **Initial Public Offerings**), Kapitalstrukturmanagement im weitesten Sinne und Risikomanagement zu den tragenden Säulen des **Advisory-Geschäfts** im **Investmentbanking**. Dem stehen die sogenannten Marktteilungen gegenüber: Das Emissionsgeschäft (z. B. Begebung von Anleihen, **Seasoned/Secondary Public Offerings**), der Sekundärhandel auf eigene und fremde Rechnung, die Wertpapier- (**Custody**) und Vermögensverwaltung (**Portfoliomanagement**), einschließlich der Treuhandgeschäfte (**Trust Administration**) [6].

M&A-Dienstleistungen werden in Deutschland neben den **Investment-Banken (Merchant-Banks)** jedoch auch von Spezialabteilungen der **Universalbanken**, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Wirtschaftsanwälten, spezialisierten M&A-Beratern (**M&A-Boutiquen**) und zunehmend auch von **Unternehmensberatungsgesellschaften** angeboten. Diese Dienstleister vertreten die Interessen von jeweils nur einer der beteiligten Parteien und verstehen es als ihre Aufgabe, den Klienten in allen Phasen des Akquisitionsprozesses zu unterstützen. **Unternehmensmakler** befassen sich demgegenüber mit der Vermittlung von Akquisitionsobjekten zwischen Verkäufern und Käufern und erhalten folglich in der Regel von beiden Parteien eine Provision für ihre Bemühungen. Sie konzentrieren sich im wesentlichen auf die Herstellung des Kontakts und beschränken sich meist auf Transaktionen mit geringem Volumen und lokalem Charakter.

Aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen zur Unterbindung des Insider-Handels sind Bankinstitute gezwungen, ihre Advisory-Aktivitäten durch eine sogenannte Trennwand (**Firewall** oder **Chinese Wall**) von den Marktteilungen zu trennen. Das Resultat ist eine eigenständige Unternehmens- und Branchenkultur.

Qualifizierte Dienstleister verfügen über detaillierte Kenntnisse der nationalen und internationalen Usancen des M&A-Geschäfts und ermöglichen daher eine effiziente Abwicklung des Akquisitionsverfahrens. Ihre Tätigkeit umfaßt, neben der strategischen Beratung, insbesondere die Strukturierung des Akquisitionsverfahrens, die Erstellung des Bewertungsgutachtens, die Ansprache potentieller Investorenkreise, die Verhandlungsführung, die Unterstützung des Klienten bei der Informationsauswertung und der Preisfindung sowie die technische Abwicklung der Transaktion. Durch die Hinzuziehung eines M&A-Beraters schützen sich die Vertragsparteien gegen unnötige Verzögerungen bei der Transaktionsabwicklung, ungünstige Vertragskonditionen, mögliche Haftungsrisiken sowie Integrationsprobleme nach Vertragsabschluß und tragen damit zur Maximierung (Minimierung) des Verkaufspreises (Kaufpreises) bei. M&A-Berater können des weiteren von Zielunternehmen eines Übernahmeversuches eingesetzt werden, entweder um eine „Anti-Raid“-Verteidigung aufzubauen oder um die Angemessenheit des gebotenen Kaufpreises zu prüfen. In einzelnen Fällen übernehmen die M&A-Gesellschaften größere Anteilspakete von Einzelaktionären auf eigene Rechnung und veräußern sie anschließend *en bloc* für eine angemessene Paketprämie (**Block Premium**) an einen außenstehenden Partei.

M&A-Häuser erwerben und festigen ihre Marktposition, indem sie sich von der Konkurrenz u.a. durch ihre Branchenspezialisierung, ihre räumliche Ausrichtung (z.B. regionale vs. grenzüberschreitende Transaktionen) und die durchschnittliche Transaktionsgröße (Großindustrie vs. Mittelstand) abheben. Die M&A-Spezialisten der großen Investment-Banken fokussieren ihre Aktivitäten auf Deals mit einem Mindestvolumen von ca. 75-100 Millionen DM. M&A-Abteilungen der Geschäftsbanken (**Commercial Banks**) haben häufig eine unterstützende Funktion für die Firmenkundenabteilung und orientieren sich hinsichtlich des Transaktionstyps an dem Kundenprofil ihres Instituts. Gleiches gilt für die Unternehmensberatungen, die die M&A-Beratung in zunehmendem Maße als natürliche Vervollständigung ihres bestehenden Dienstleistungsportfolios (z.B. Umsetzung von Fusionen, Vorbereitung von „Make or Buy“-Entscheidungen) betrachten [7]. Bei den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften verstehen sich primär die großen Konzerne („Big 5“) als M&A-Komplettanbieter, aber auch diese Firmen generieren ihre Mandate im wesentlichen über ihr Kerngeschäft. M&A-Boutiquen und Unternehmensmakler sind insbesondere bei mittelständischen Unternehmen erfolgreich, deren Zahlungsbereitschaft eher mit den Honorarvorstellungen dieser Dienstleister übereinstimmt. Mittelständische Unternehmer schätzen zudem die persönliche Betreuung durch den Firmenchef und die institutionelle Unabhängigkeit.

Bemerkenswert ist der Erfolg des Auftretens angelsächsischer Investment-Banken auf dem deutschen M&A-Markt in den letzten Jahren. Dies kann zu einem gewissen Grade durch einen größeren Erfahrungsschatz bei der Durchführung grenzüberschreitender Transaktionen erklärt werden. Ein weiteres Argument ist jedoch eine (in den U.S.A. durch das Trennbankensystem geförderte) Unternehmenskultur, die im Vergleich zu den deutschen Universalbanken besser auf die Bedürfnisse des überaus zyklischen M&A-Marktes zugeschnitten ist. Es handelt sich dabei um flexible Strukturen, die die Möglichkeit eröffnen, Personalkapazitäten kurzfristig, ohne zeitintensive Betriebsratsverhandlungen und nennenswerte Vertragsauflösungsprämien, abzubauen und trotzdem eine hohe Belastbarkeit der Angestellten über anreizbezogene Entlohnungsstrukturen sicherstellen („High Risk – High Reward“). Die führenden angelsächsischen Häuser besitzen aufgrund ihrer Größe und ihrer Präsenz auf den großen Finanzplätzen strategische Vorteile bei den für die Deal-Vorbereitung notwendigen Forschungsaktivitäten. Kontinentaleuropäische Institute haben sich in der vergangenen Jahren bemüht, diese Vorzüge der angelsächsischen Branchenkultur mittels der Akquisition eines dort ansässigen Bankinstituts und entsprechenden Zusatzinvestitionen zu erwerben, jedoch mit unterschiedlichem Erfolg (z.B. Swiss Bank Corp./Warburg, Credit Suisse/First Boston, ING/Baring Brothers, Deutsche Bank/Morgan Grenfell, Dresdner Bank/Kleinwort Benson).

4. Wertschöpfung durch M&A

Shareholder Value entsteht durch das wertorientierte Management des unternehmerischen Investitionsportfolios [8]. Dies geschieht unter anderem durch den Erwerb und Verkauf von sowohl materiellen als auch immateriellen Vermögensgegenständen. Dabei gilt es jedoch zu beachten, daß M&A-Transaktionen nie das Endziel, sondern immer nur Mittel zum Zweck darstellen sollten. M&A-Dienstleister fungieren in diesem Zusammenhang als Partner und Berater der Unternehmensleitung - eine Rolle, die neben dem notwendigen Fingerspitzengefühl für die Zwänge und Belange des Top-Managements sowie der entsprechenden Sozialkompetenz auch ein ausgereiftes und markterprobtes Expertenwissen hinsichtlich der technischen Abwicklung einer Transaktion und der jeweiligen Branchenspezifika (Wettbewerbsstrukturen, branchenspezifische „Werttreiber“, etc.) verlangt. Die Qualität eines M&A-Beraters läßt sich des weiteren an dessen Fähigkeit bemessen, nicht unmittelbar erkennbare Implikationen einer Transaktion einschätzen zu können. Eine M&A-Transaktion kann beispielsweise über eine Veränderung der Besitzverhältnisse die Funktionsweise der Unternehmensüberwachung (**Corporate Governance**) und damit die Anreizsysteme des Managements beeinflussen. Weiterhin von Bedeutung ist die sogenannte **Closing-Kompetenz**, d.h. die Fähigkeit, den Klienten im entscheidenden Moment zur tatsächlichen Durchführung der Transaktion zu bewegen. Die erfolgreiche Abwicklung einer M&A-Transaktion erfordert neben den strategischen Kompetenzen und dem technischen Detailwissen auch die Fähigkeit, spezialisierte Anwaltskanzleien und Wirtschaftsprüfer (**Certified Public Accountants** oder **CPAs**) für die Optimierung der juristischen und steuerlichen Aspekte einzubinden.

Die Abschätzung des Akquisitionsbedarfs erfolgt zunächst auf der Basis einer detaillierten Analyse der unternehmerischen **Wettbewerbsituation**. Diese wird entweder durch ein unternehmensinternes Projektteam oder unter Hinzuziehung eines Unternehmensberaters erstellt. Wertschöpfungs- und Wertvernichtungspotentiale finden sich sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Unternehmensbilanz.

Auf der **Aktivseite** der Unternehmensbilanz sind insbesondere folgende Überlegungen und Faktoren relevant:

- ▶ Geographische und produktbezogene Größe der Märkte (u.a. bestimmt durch die Verfügbarkeit von Substitutprodukten und dem Grad der Substituierbarkeit, d.h. Preis- und Kreuzpreiselastizität der Nachfrage);
- ▶ Reife der Produktpalette und Anspruchsverhalten der Kunden;
- ▶ Produktions- und Kapazitätserweiterungspotentiale der Konkurrenz (kurz- und langfristige Preiselastizität des Angebots) sowie sonstige Stärken und Schwächen der Wettbewerber;
- ▶ spezielle Eintrittsbarrieren auf den relevanten Produktmärkten;
- ▶ Wettbewerbs- und Lieferbedingungen auf den Faktormärkten sowie Transaktionskosten bei Aufkündigung von Lieferantenbeziehungen (Austrittsbarrieren);
- ▶ gesetzliche und politische Rahmenbedingungen, die das Marktverhalten des Unternehmens einschränken (Wettbewerbspolitik, Warnsignale der politischen Institutionen, etc.).

Auf der **Passivseite** der Unternehmensbilanz gilt es, insbesondere folgende Faktoren zu berücksichtigen:

- ▶ Beeinflussung der impliziten Kapitalkosten und der Anreizstrukturen (**Prinzipal-Agenten-Problematik**) durch die Veränderung der Kapitalstruktur;
- ▶ Renditesituation und Konkursrisiko;
- ▶ explizite Fremd- und Eigenkapitalkosten;
- ▶ zukünftige steuerliche Belastungen;
- ▶ Vor- und Nachteile existierender Bankverbindungen;
- ▶ Zugang zu den geregelten Finanzmärkten.

Analog können Akquisitionen sowohl auf realwirtschaftlichen als auch auf finanzwirtschaftlichen Motiven basieren. Auf **realwirtschaftlicher Seite** kommen insbesondere folgende Synergien und sonstige Vorteile in Betracht:

- ▶ Realisierung von ansteigenden Skalenerträgen bzw. Fixkostendegression (**Economies of Scale**);
- ▶ Erzielung von Kostenvorteilen durch eine Erweiterung der Produktpalette (**Economies of Scope**) oder Integration von Produktionsaktivitäten entlang der Wertschöpfungskette (**Economies of Vertical Integration**);
- ▶ Spezialisierungsvorteile und Lernkurveneffekte im operativen oder administrativen Bereich;
- ▶ Schließung von Distributionslücken und Zugang zu bisher unerschlossenen Märkten;
- ▶ Erschließung neuer Produkttechnologien und vorteilhafte Veränderung der Produktzyklen;
- ▶ Kostenersparnisse durch den Zugang zu neuen Prozeßtechnologien;
- ▶ Erhöhung der Marktmacht auf den Güter- und Faktormärkten durch die Erhöhung der Marktanteile – unter Berücksichtigung möglicher negativer politischer und rechtlicher Konsequenzen, die die Ausübung der Marktmacht einschränken (z.B. wettbewerbsrechtliche Beschränkungen);
- ▶ Erhöhung der Markteintrittsbarrieren für potentielle Konkurrenten durch die Schaffung von Überkapazitäten, zusätzliche Produktdifferenzierung, etc.;
- ▶ Reduzierung der Exposure gegenüber realwirtschaftlichen Risiken (eine allgemeine Diversifizierung von Produktions- und Vertriebskapazitäten führt jedoch in der Regel zu Effizienzverlusten);
- ▶ Verbesserung der Managementqualität bei dem Zielunternehmen bzw. Erwerb von qualifizierten Managementkapazitäten;
- ▶ Kombination komplementärer Fähigkeiten und Ressourcen (z.B. Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten und deren Umsetzung am Markt);
- ▶ Veränderung der Kontrollstrukturen sowie der impliziten und expliziten Vertragsbindungen von Mitarbeitern, Zulieferern und Kunden.

Die realwirtschaftlichen Vorzüge einer Akquisition können jedoch unter Umständen durch Reibungsverluste bei der Integration verschiedener Unternehmenskulturen und -organisationen aufgezehrt werden. Dazu gehören beispielsweise ein überproportionales Wachstum des administrativen Overheads, die Bürokratisierung ehemals flexibler Entscheidungsstrukturen und der Verlust unternehmerischer Dynamik durch interne Grabenkämpfe. Ferner werden die zusätzlichen Transaktionskosten, die aufgrund kultureller Inkompatibilitäten bei der Integration von Auslandserwerbungen entstehen sowie der Heimvorteil der am lokalen Markt etablierten Konkurrenz sehr häufig unterschätzt.

Akquisitionen bieten möglicherweise auch **finanzwirtschaftliche Vorteile**, die mittelbar und unmittelbar über das Absenken der Kapitalkosten und die Steigerung der zukünftigen Netto-Cash Flows zur Erhöhung des Shareholder Value beitragen können und zwar umso mehr, je geringer die Effizienz der heimischen Finanzmärkte ist. Es gilt jedoch auch der Umkehrschluß, daß eine Verbesserung der heimischen Markteffizienz das ursprüngliche Akquisitionsmotiv unter Umständen in Frage stellen und damit einen Spin-Off rechtfertigen kann. Zu den zu erzielenden Vorteilen gehören insbesondere:

- ▶ Verbesserter Zugang zu den organisierten Finanzmärkten;
- ▶ Erhöhung der Verschuldungskapazität – dadurch Anpassung der Anreizsysteme des Managements, Reduzierung der Ertragssteuerbelastung und Erhöhung der Investitionskraft;
- ▶ Verbesserung der Kreditwürdigkeit und des Emissions-Rating;
- ▶ sonstige Steuervorteile, Anrechnung von Verlustvorträgen (Beispiel eines „**Tax Shield**“, Verminderung des steuerpflichtigen Bilanzgewinns bei gleichzeitiger Aufwertung des Eigenkapitals);
- ▶ verbesserte Liquidität;
- ▶ Verbesserung des unternehmerischen **Investment-Profiles** aus der Sicht der Finanzanalysten und anderer Multiplikatoren. Dazu gehört:

- Reduzierung der unternehmerischen Exposure gegenüber Veränderungen der Wechselkurse, Zinssätze und Commodity-Preise (impliziert z.B. eine Reduzierung der Agency-Kosten, der erwarteten Konkurskosten und, bei konvexen Steuerfunktionen, der erwarteten Steuerlast);
- Verbesserung des **Earnings-Momentums**, d.h. Gewährleistung der Kongruenz zwischen Kapitalbedarf und verfügbaren Mitteln durch die Verbesserung der unternehmerischen Ertragslage.

Grundvoraussetzung für das Zustandekommen einer M&A-Transaktion ist letztlich die unterschiedliche Werteinschätzung des Objekts auf Käufer- und Verkäuferseite. Dies mag in Ausnahmefällen auf eine fehlerhafte Bewertung zurückzuführen sein. Der längerfristige Erfolg einer Transaktion setzt jedoch voraus, daß der Käufer in einer besseren Position ist, die real- und finanzwirtschaftlichen Wertpotentiale zu realisieren. Empirische Studien haben jedoch gezeigt, daß die Aktionäre der Zielunternehmen in der Regel von einer Akquisition profitieren, während der Käufer auf lange Sicht häufig keine signifikanten abnormalen Renditen generieren kann. Dies kann zum Beispiel dadurch erklärt werden, daß der Verkäufer häufig in der Lage ist, sich diese Wertzuwächse im Rahmen der Preisverhandlungen anzueignen [9].

Erwerber und Zielunternehmen können ursprünglich im gleichen Markt (**horizontale Akquisition**), entlang einer Wertschöpfungskette (**vertikale Akquisition**) oder in unverbundenen Märkten (**konglomerate Akquisition**) tätig sein. Realwirtschaftliche Vorteile überwiegen bei horizontalen und vertikalen Verbindungen, während laterale Unternehmenskäufe häufig mit finanzwirtschaftlichen Vorteilen begründet werden. Grenzüberschreitende Transaktionen (**ausländische Direktinvestitionen**) zeichnen sich durch vergleichsweise höhere laufende Transaktionskosten aus (**Managing at a Distance**) und führen über zusätzliche Wettbewerbs- und Restrukturierungsimpulse für die am lokalen Markt angesiedelten Unternehmen zu einer Verschärfung der Konkurrenzsituation. Grenzüberschreitende Transaktionen bieten allerdings auch zusätzlichen Gestaltungsspielraum in rechtlicher und steuerlicher Hinsicht [10].

Wertpotentiale können entweder durch realwirtschaftliche Investitionen (**organisches/internes Wachstum**) oder durch Akquisitionen (**externes Wachstum**) erschlossen werden. Die Attraktivität einer Akquisition steigt mit der Komplementarität der Wettbewerbsvorteile (**Competitive Advantage**) von Erwerber und Zielunternehmen. Akquisitionen erfordern häufig eine geringere Vorlaufzeit bei der Einführung neuer Produkte bzw. dem Eintritt in neue Märkte und sind unter Umständen mit geringeren Risiken behaftet. Integrationsprobleme können aber im Vergleich zum organischen Wachstum mittel- und langfristig zu geringeren Wertzuwächsen führen. Für externes Wachstum spricht gelegentlich, daß Finanzmärkte unter Umständen eher bereit sind, Mittel für den Kauf bestehender Unternehmen zur Verfügung zu stellen. Dies ist das Resultat (vermeintlicher) Informationsdefizite bei der Bewertung intern durchgeführter Erweiterungsinvestitionen, die jedoch in abgewandelter Form genauso bei der Integration von erworbenen Unternehmensteilen auftreten können.

Das Akquisitionsverhalten der Unternehmensvorstände wurde in den vergangenen Jahrzehnten vielfach durch die (empirisch nachgewiesene) positive Beziehung zwischen, einerseits, der Umsatzgröße und, andererseits, der Einkommenshöhe, dem subjektiv empfundenen Sozialprestige und der Höhe der mit Tätigkeit verbundenen Vergünstigungen (Luxusdienstwagen, Firmenjet, etc.) gesteuert. Durch den zunehmenden Wettbewerbsdruck auf den globalen Kapitalmärkten ist jedoch die Akzeptanz von unternehmerischem Wachstum als Selbstzweck in der jüngeren Vergangenheit stetig gesunken. Es verwundert deshalb nicht, daß sich Desinvestitionen zunehmend zu einem organischen Bestandteil des M&A-Geschäfts entwickeln. Unternehmensteile, die eine unbefriedigende Kapitalrendite erwirtschaften, können beispielsweise im Rahmen einer **Turn-Around-Strategie** an ein internes bzw. externes Management-Team (**Management Buy-Out/In**, auch als **MBO/MBI** bekannt) oder an eine Sanierungsgesellschaft (**Buyout Firms**) veräußert werden. Desinvestitionen können auch als sukzessiver Abverkauf von Anteilspaketen durchgeführt werden, unter Umständen unter Einbeziehung eines Börsengangs.

Auch für in Deutschland angesiedelte Unternehmen gibt es in zunehmendem Maße zwingende Motive, Geschäftszweige aufzugeben und an Dritte zu veräußern. Dazu gehören:

- ▶ Strategische Neuausrichtung des Unternehmens, ausgelöst durch technologischen Wandel und Verschiebung des Kundenverhaltens;
- ▶ Korrektur von gescheiterten Diversifikationsstrategien;
- ▶ mangelnde Bereitschaft oder Fähigkeit, wettbewerbserhaltende Investitionen zu tätigen;
- ▶ Regelung des Nachfolgeproblems bei mittelständischen Unternehmen;
- ▶ Bereitstellung von Finanzmitteln für bereits getätigte oder geplante Akquisitionen;
- ▶ Bereinigung einer zuvor getätigten Akquisition, wenn einzelne Unternehmensteile nicht in das strategische Konzept des Käufers passen (**Asset Stripping**);
- ▶ Verlust des Vertrauens in die derzeitige Geschäftsführung, in absehbarer Zeit eine akzeptable Kapitalrendite zu erwirtschaften;
- ▶ wettbewerbsrechtliche Auflagen im Rahmen der Fusionskontrolle.

Die Erfahrungen des U.S.-amerikanischen M&A-Marktes zeigen, daß feindliche Übernahmeversuche auch den Verkauf sogenannter „**Kronjuwelen**“ auslösen können. Die Unternehmensleitung betreibt damit aktive Wertvernichtung, mit dem primären Zweck, ihre eigene Position im Unternehmen zu schützen anstatt im Interesse der Anteilseigner zu handeln („**Politik der verbrannten Erde**“).

5. Die Akquisition eines M&A-Mandats

Der Markterfolg eines M&A-Dienstleisters wird neben der geographischen Präsenz und den Branchenreferenzen im wesentlichen durch dessen Fähigkeit bestimmt, die Entstehung von Transaktionsbedarf zu antizipieren, entsprechende Branchenkenntnisse rechtzeitig aufzubauen und Kauf- bzw. Verkaufsmandate aktiv zu akquirieren. Die **antizipatorische Akquise** ist insbesondere dann erfolgreich, wenn die Transaktionsziele, der Beratungsbedarf und die unternehmensspezifischen Gesellschafterinteressen (Preisvorstellungen, zeitliche Aspekte, Sicherung der Vertraulichkeit, etc.) des Mandanten korrekt eingeschätzt werden. Grundsätzlich wird versucht, mit sogenannten **Key (Core) Clients** eine langfristig stabile Beratungsbeziehung aufzubauen und diese im Rahmen des **Cross Selling** auch auf andere Bereiche des Investmentbanking auszuweiten.

Professionelle Mandanten wählen den M&A-Berater im Rahmen eines **Beauty Contest** aus. Alle Mandatsbewerber erhalten ein standardisiertes Informationspaket zur geplanten Transaktion und werden eingeladen, im Rahmen einer Firmenpräsentation einen Vorschlag zur Durchführung des M&A-Deals zu unterbreiten. Folgende Themenbereiche sind in der Regel Gegenstand der Diskussion [11]:

- ▶ **Projektplan:** Einzelschritte der Transaktion, Zeitplanung, Einbindung der Mitarbeiter des Mandanten, Präsenz des Projektteams vor Ort.
- ▶ **Transaktionspartner:** Auswahl möglicher Gegenparteien, mögliche Erwerbs- bzw. Veräußerungsmotive, Gestaltung des Anspracheprozesses.
- ▶ **Spezifizierung des Projektteams:** Mitglieder und deren Expertise (Branchen-, länderspezifische und aufgabenrelevante Kenntnisse), Referenzen (Track Record), Verfügbarkeit von zusätzlichen Experten (Anwälte, Steuerexperten, Umweltexperten, etc.).
- ▶ **Honorarvorstellungen**

Die vertragliche Ausgestaltung des Beratungsmandats wird nach Auftragsvergabe in dem sogenannten **Engagement Letter** fixiert.

Die Provision des M&A-Beraters besteht im Regelfall primär aus einem **erfolgsabhängigen Honorar**, das bei Unternehmensverkäufen beispielsweise als Prozentsatz des Verkaufserlöses zuzüglich der bestehenden Kreditverbindlichkeiten berechnet wird. Bei Transaktionen mit kleinerem Volumen wird

typischerweise ein Mindesthonorar für die erfolgreiche Abwicklung (**Minimum Success Fee**) vereinbart. Kaufmandate sind häufig mit finanziellen Anreizen verbunden, den Kaufpreis möglichst niedrig zu halten, zum Beispiel über eine prozentuale Vergütung der Differenz zwischen der maximalen Zahlungsbereitschaft und dem tatsächlich gezahlten Preis. In den 50er und 60er Jahren wurden ca. 75% aller U.S.-amerikanischer Transaktionen mit der als **Lehman-Skala** bekannten 5-4-3-2-1-Regel abgerechnet. Demnach beträgt die Vergütung 5% auf die erste Million, 4% auf die zweite Million, 3% auf die dritte Million, 2% auf die vierte Million und 1% auf den Rest des Kaufpreises [12]. Heutzutage dienen diese Angaben allenfalls als Ausgangspunkt für die Honorarverhandlungen. Große Privatisierungsvorhaben (z.B. \$20 Mrd.) in den sogenannten **Emerging Markets** werden von den führenden M&A-Häusern beispielsweise im Rahmen einer Markteintrittsstrategie bereits bei einem Honorar von 7 Basispunkten (0,07%) durchgeführt, während kleinere Transaktionen im gleichen Markt mit 300 Basispunkten abgerechnet werden können. Für den deutschen Markt bewegen sich die Honorare heutzutage im Regelfall zwischen 50 Basispunkten für Transaktionen in Milliardenhöhe und 100 Basispunkten bei Volumina unter 1 Mrd. DM. Neben der Transaktionsgröße werden die Honorarzählungen jedoch weiteren Faktoren beeinflusst, u.a. die Deal-Komplexität (d.h. der Umfang der eigenen Ressourcenbindung sowie die erwartete Dauer der Bindung), die Deal-Prominenz (d.h. die Werbewirkung des Mandats) und die Gewinnträchtigkeit der gesamten Kundenbeziehung (z.B. Möglichkeiten des Cross Selling).

Es ist ferner nicht unüblich, neben einer **Auslagerstattung** (Reisekosten, Kosten der externen Informationsbeschaffung, etc.) eine sogenannte **Retainer Fee** in Rechnung zu stellen, d.h. einen Festbetrag, der nach Erreichen vorher definierter Meilensteine in Raten zu entrichten ist und der bei einem erfolgreichen Abschluß der Transaktion üblicherweise auf das Erfolgshonorar angerechnet wird. In besonderen Fällen kann bei einem vorzeitigen Abbruchs des Projekts durch den Klienten oder die Gegenseite eine finanzielle Entschädigung vereinbart werden (auch **Abbruchprovision** genannt). Wenn der Klient gegen den Retainer und die Abbruchprovision Einwände erheben sollte, so können unter Umständen auch die tatsächlich angefallenen Stundenkosten berechnet werden.

6. Ablauf einer typischen M&A-Transaktion aus der Sicht des Verkäufers

Die nachfolgenden Ausführungen stellen die einzelnen Schritte einer idealtypischen M&A-Transaktion vor. Sie dienen primär der exemplarischen Veranschaulichung [13].

6.1 Vorbereitung der M&A-Transaktion und Unternehmensbewertung

Der Verkäufer richtet die Bereitstellung der für die Transaktionen relevanten Informationen auf die Maximierung des Verkaufserlöses aus und hat folglich den Anreiz, die zukünftigen Cash Flows zu hoch anzusetzen. Dem M&A-Berater kommt in der Vorbereitungsphase daher die Rolle zu, die relevanten Plandaten (Bilanz-, GuV- und Cash-Flow-Planung) des Unternehmens einer detaillierten **Plausibilitätsprüfung** (auch als **Initial Due Diligence** bekannt) zu unterziehen und sicherzustellen, daß alle Annahmen realitätsgetreu und für Dritte nachvollziehbar sind. In diesem Zusammenhang ist darauf zu achten, daß die Angaben mit den sonstigen Informationen über die Marktposition und Strategie des Unternehmens konsistent sind. Der M&A-Berater fertigt anschließend ein Bewertungsgutachten an, das dem Kunden unter Berücksichtigung der potentiellen Synergien als Grundlage für die nachfolgenden Preisverhandlungen dient.

Der Begriff „**Due Diligence**“ hat seinen Ursprung in der U.S.-amerikanischen Rechtsprechung, die dem Investment-Banker die besondere Verpflichtung auferlegt, alle kursrelevanten Informationen zu

beschaffen, unter Anwendung angemessener Sorgfalt und Sachkunde aufzubereiten und dem Anleger bzw. Investor vor der Durchführung einer Transaktion zu offenbaren. In der Praxis wird der M&A-Berater die Mandatsvereinbarung mit dem Verkäufer so gestalten, daß das Haftungsrisiko der fehler- oder mangelhaften Aufdeckung von relevanten Fakten auf die Schultern des Verkäufers abgewälzt wird. Dies allein führt bereits zu positiven Auswirkungen auf die Qualität der zur Verfügung gestellten Informationen.

6.2 Erstellung eines Informationsmemorandums

Der M&A-Berater fertigt anschließend in Zusammenarbeit mit dem Klienten ein **Informationsmemorandum** (im Branchenjargon auch **Equity Story** genannt) an, das die Bilanzkennzahlen und die Marktposition des Unternehmens, dessen strategische Ausrichtung (Bsp. Geschäftsplanung, Managementqualifikation, etc.) sowie die antizipierte Geschäftsentwicklung für Kaufinteressenten darstellt. Zentrale Qualitätskriterien sind die Genauigkeit, Vollständigkeit und Konsistenz der Informationen sowie die Plausibilität der für die Planungsrechnung angesetzten Szenarien.

6.3 Identifikation und Vorauswahl potentieller Investoren

Ziel des Klienten ist es, die Gruppe der in Frage kommenden Kaufinteressenten möglichst vollständig abzudecken. Bei der Identifikation möglicher Kaufinteressenten bedient sich der M&A-Berater daher eines breit gefächerten Spektrums von Informationsquellen, unter anderem kommerzielle (Online-) Datenbanken, Branchenpublikationen, Messeinformationen, Auskunftsteien und das World Wide Web. Zusätzlich werden von den in Frage kommenden Gesellschaften Unternehmensporträts, Geschäftsberichte und Produktbroschüren angefordert. M&A-Dienstleister mit entsprechender Branchenspezialisierung sowie die führenden Bankhäuser verfügen des weiteren über umfangreiche Archive, Expertenwissen und sektorspezifische Forschungskapazitäten. Es ist darauf zu achten, daß bei der Informationsbeschaffung die Diskretionsbedürfnisse des Klienten nicht kompromittiert werden.

6.4 Long List und Short List

Der M&A-Berater erstellt zunächst eine sogenannte **Long List** mit potentiellen Investoren, die aufgrund ihres Profils als Kaufinteressenten in Frage kommen. Die Finanzkraft des Investors, die strategische Komplementarität sowie etwaig vorliegende wirtschaftliche Zwänge zum Wachstum per Akquisition stellen wichtige Kriterien bei der Auswahl dar. Abhängig vom Umfang der Long List, wird bereits zu diesem Zeitpunkt eine Aufteilung in Prioritätenklassen vorgenommen. In Zusammenarbeit mit dem Klienten werden anschließend die besonders attraktiv erscheinenden Kandidaten unter Anwendung bestimmter Kriterien (Maximal-, Minimal-, bzw. Knock-Out-Kriterien) ausgewählt und in einer **Short List** zusammengefaßt. Sinnvollerweise orientiert sich die Auswahl der potentiellen Aspiranten an den zu realisierenden Synergien, um dann im Rahmen der Preisverhandlungen einen möglichst hohen Preis erzielen zu können.

6.5 Kontaktaufnahme mit potentiellen Investoren

Die Investoren der Short List werden zunächst auf der Basis von anonymisierten Eckdaten des zum Verkauf stehenden Unternehmens (ein sogenanntes Kurzprofil) auf ihr Interesse an einer Akquisition angesprochen. Bei positiver Rückmeldung erhalten die Kaufinteressenten nach Unterzeichnung einer **Vertraulichkeitserklärung (Confidentiality Agreement)** das Informationsmemorandum ausgehändigt. Es handelt sich hierbei um eine privatrechtliche Vereinbarung, deren Inhalt unter Umständen im Rahmen eines Verhandlungsprozesses von beiden Seiten festgelegt wird. Der Kaufinteressent wird unter Androhung einer Vertragsstrafe verpflichtet, alle erhaltenen Informationen vertraulich zu behandeln. Unter Umständen wird festgelegt, daß alle überstellten Dokumente bei einem vorzeitigen

Ausscheiden aus dem Transaktionsprozeß zurückzugeben oder zu vernichten sind. Der Gefahr, daß der Kaufinteressent die Teilnahme am Verkaufsprozeß zur Rekrutierung von hochqualifizierten Mitarbeitern nutzt, kann durch die Vereinbarung eines zeitlich befristeten Abwerbeverbots verhindert werden. Der M&A-Berater kommuniziert in dieser Phase nach Abstimmung mit dem Klienten auch die Rahmenbedingungen für den weiteren Verkaufsprozeß.

6.6 Einholung unverbindlicher Angebote

Die Adressaten des Informationsmemorandums werden aufgefordert, innerhalb einer bestimmten Frist ein unverbindliches Angebot abzugeben. Damit wird dem Verkäufer ermöglicht, die Bewertungsansätze der in die engere Auswahl gezogenen Investoren kennenzulernen sowie eine weitere Vorselektion der Investoren vorzunehmen. Dadurch werden die Transaktionskosten für alle Beteiligten reduziert. Der Verkäufer muß jedoch darauf achten, daß durch die Ausdünnung des Bewerberfeldes der Wettbewerb zwischen den Kaufinteressenten und damit seine Marktmacht nicht über Gebühr vermindert wird.

6.7 Managementpräsentation und erste Due Diligence

Kaufinteressenten, die aufgrund ihres unverbindlichen Angebots zur Teilnahme an der nächsten Transaktionsrunde eingeladen werden, erhalten nun die Gelegenheit, das Unternehmen zu besichtigen und sich im Rahmen einer Managementpräsentation mit der Unternehmensleitung auszutauschen. Der Verkäufer stellt des weiteren allen Interessenten einen Datenraum (**Data Room**) zu Verfügung, in dem detaillierte, aber stellenweise geschwärzte Originalinformationen des Unternehmens während eines vorher festgelegten Zeitraums eingesehen werden können (**Due Diligence**). Die Auswahl der zur Verfügung gestellten Informationen ist dabei für den Verkäufer eine Entscheidung von strategischer Bedeutung. Das Zurückhalten wichtiger Informationen wird einerseits in der Regel als negatives Signal aufgefaßt und reduziert folglich die Zahlungsbereitschaft der Kaufinteressenten. Zuviel Transparenz kann andererseits dazu führen, daß sensitive Informationen an Wettbewerber weitergegeben werden, die vor Abschluß des Kaufvertrages aus dem Transaktionsprozeß ausscheiden.

6.8 Einholung eines überarbeiteten Angebots und Bietphase

Nach Abschluß der ersten Due Diligence werden die Kaufinteressenten gebeten, ein überarbeitetes Angebot abzugeben, das als Ausgangsbasis für die anschließend durchgeführte Bietphase dient. Es handelt sich hierbei typischerweise um eine über mehrere Runden durchgeführte **Sealed Bid Auction**, d.h. die Gebote werden nicht öffentlich abgegeben. Die Anzahl der Mitbieter und die Höhe der konkurrierenden Gebote am Ende einer Bietrunde werden von dem Verkäufer im Regelfall ebenfalls nicht bekanntgegeben, da diese Form der Informationsasymmetrie zur Steigerung der Verhandlungsmacht des Verkäufers beiträgt. Die Kaufinteressenten werden zu Beginn einer neuen Bietrunde zur Verbesserung ihres Gebots bewogen, indem die ungefähre Höhe des bisherigen Höchstgebots bzw. die bisher noch nicht erreichten Mindestpreisvorstellungen des Verkäufers kommuniziert werden. Bei bilateralen Verhandlungssituationen wird nicht selten versucht, mit fiktiven Höchstgeboten einen Wettbewerb zwischen Bietern vorzutauschen. Der M&A-Berater des Kaufinteressenten hat die Aufgabe, diese Form der Manipulation zu verhindern. Die Tatsache, daß die Wertzuwächse typischerweise den Anteilseignern des Zielunternehmens zufallen, läßt sich jedoch eher dem emotionalen Bedürfnis des Kaufinteressenten zuschreiben, die Verhandlungen zu einem erfolgreichen Abschluß zu bringen (auch „Deal-Fieber“ genannt). Die am Ende der Bietphase abgegebenen Gebote haben für die Bieter quasi-bindenden Charakter und dienen als Ausgangsbasis für die Verhandlung eines **Letter of Intent**.

6.9 Letter of Intent und Einleitung der Exklusivitätsphase

Der Verkäufer nimmt nach Abschluß der Bietphase üblicherweise mit den maximal drei besten Bietern Verhandlungen über einen Letter of Intent auf, der typischerweise einem Vorvertrag entspricht. Erhält ein Bieter den Zuschlag, kann für den verbleibenden Transaktionsprozeß Exklusivität vereinbart, d.h. der Verkäufer verpflichtet sich, Verhandlungen mit anderen Kaufinteressenten einzustellen und bei Zuwiderhandlung eine **Break-Up Fee** zu bezahlen. Dabei kann es vorkommen, daß der Kaufinteressent durch Abgabe eines außerordentlich guten Angebots bereits in der Bietphase einen „Preferred Bidder“-Status erhält und daher der Übergang zur Exklusivitätsphase fließend verläuft. Wenn die Höhe des Angebots einen Wettbewerb mit anderen Bietern von vornerein ausschließt (**Preemptive Bid**), kann der Kaufinteressent bereits zu Beginn der Bietphase unmittelbar den Einstieg in die Exklusivitätsphase erzwingen.

6.10 Zweite und abschließende Due Diligence

Der Kaufinteressent beauftragt während der Exklusivitätsphase üblicherweise seinen Wirtschaftsprüfer und Rechtsberater mit der Durchführung einer weiteren Due-Diligence-Prüfung. Ziel ist dabei primär die Überprüfung der Werthaltigkeit der vorgelegten Jahresabschlußzahlen, die die Basis für den endgültigen Kaufvertrag darstellen. Ferner wird anhand der neuesten Geschäftszahlen geprüft, ob sich seit der ersten Due Diligence die wirtschaftliche Situation des Zielunternehmens geändert hat und ob etwaige Inkonsistenzen mit den vorgelegten Plandaten erkennbar sind. Zu diesem Zeitpunkt erhält der Kaufinteressent im Regelfall freien Zugang zu allen Firmendaten, inklusive der im Datenraum „eingeschwärzten“ Informationen (**Black Box**). Dabei handelt es sich beispielsweise um allgemeine Lieferkonditionen sowie um bestehende Lieferanten- und Kundenverträge.

6.11 Ausarbeitung und Unterzeichnung des Kaufvertrages

Beide Vertragsparteien legen in dieser Phase alle kaufpreisrelevanten Aspekte der Transaktion fest, unter anderem auch Anteilsoptionen, Garantien und Nachbesserungsverpflichtungen des Käufers. Der vereinbarte Endpreis kann dabei unter Umständen erheblich von dem im Vorvertrag vereinbarten Wert abweichen, wenn die zweite Due-Diligence-Prüfung neue Erkenntnisse erbracht oder sich die Wettbewerbssituation des Verkaufsobjekts zwischenzeitlich geändert hat. Der rechtswirksame Abschluß eines Kaufvertrages kann sowohl gesellschaftsrechtlichen als auch familien- und erbrechtlichen Genehmigungsvorschriften unterliegen.

Das sogenannte **Closing** eines M&A-Deals verlangt die Zahlung des vereinbarten Verkaufspreises sowie die Exekution und vollständige Übergabe der Transferdokumente. Bei einem Aktienkauf bedarf es neben der Übergabe der Aktienurkunden bzw. der Verwahrungszertifikate (Inhaberaktien) unter Umständen eines Indossaments bzw. einer Zession und der Umschreibung im Aktienbuch der Gesellschaft (Namensaktien). Bei der Übertragung von Vermögensgegenständen ist gegebenenfalls eine notarielle Beurkundung und Registereintragung erforderlich (Bsp. Immobilien, Patente). Akquisitionen (insbesondere Fusionen) müssen je nach Umsatzgröße und Internationalisierungsgrad vor der Durchführung bei dem Bundeskartellamt oder der EU-Kommission angezeigt und einer Rechtsprüfung unterzogen werden. Auslandsinvestitionen müssen je nach Rechtslage durch das nationale Wirtschaftsministerium genehmigt werden. Bei einem Unternehmenskauf liegt den Vertragsdokumenten üblicherweise eine Kopie der Satzung der Gesellschaft und gegebenenfalls eine behördliche Bestätigung über die ordnungsgemäße Eintragung in das Handelsregister bei.

6.12 Zusatzvereinbarungen

Die Vertragsparteien können bei Vertragsabschluß eine Reihe von Zusatzvereinbarungen unterzeichnen, die über den eigentlichen Transfer des Eigentumsrechts hinausgehen. Der Käufer hat beispielsweise häufig ein Interesse, sogenannte **Wettbewerbsverbote** zu vereinbaren, die es dem Verkäufer unter Androhung einer Vertragsstrafe verbieten, innerhalb einer bestimmten Frist in der gleichen Branche tätig zu werden oder Mitarbeiter des veräußerten Unternehmens abzuwerben. Damit wird verhindert, daß die unternehmensspezifischen Kenntnisse des Verkäufers einem Wettbewerber zur Verfügung gestellt werden. Wenn Patente und sonstige Vermögensgegenstände aus dem Unternehmensverkauf ausgeklammert werden, hat der Käufer unter Umständen ein Interesse, sich über **Lizenz- und Leasingverträge** ein Nutzungsrecht einräumen zu lassen. Wenn keine eigenständige Unternehmenseinheit erworben wird, kann sich der Käufer über **Dienstleistungsverträge** die Lieferungen und Leistungen der Restgesellschaft für die Zukunft sichern. In vielen Fällen ist der Verbleib von Angestellten für die Realisierung der identifizierten Wertpotentiale von entscheidender Bedeutung. Parallel ausgehandelte **Sonderverträge** mit diesen **Angestellten** können daher für den Käufer eine wichtige Voraussetzung für die Durchführung der Transaktion darstellen.

6.13 Abweichungen von der idealtypischen Vorgehensweise

In der Praxis kann es zu Abweichungen von der oben beschriebenen Vorgehensweise kommen [14]. Der Abschluß eines Letter of Intent und die Vereinbarung einer Exklusivitätsphase kann beispielsweise je nach Projekttyp oder Auffassung des M&A-Beraters unterbleiben. Die Zusicherung der Exklusivität wird unter Umständen zeitlich befristet und an die Zahlung einer Prämie geknüpft.

Die Risikoverteilung kann durch sogenannte Bilanzgarantien und –zusicherungen sowie sonstige Gewährleistungen zugunsten des Käufers vertraglich verändert werden. Dadurch kann sich die sogenannte Netto-Position des Verkäufers unter Umständen erheblich verschlechtern. Man unterscheidet in diesem Zusammenhang zwischen dem vertraglich vereinbarten und dem de facto gezahlten (zweiten) Kaufpreis.

6.14 Das M&A-Berater-Team

In der M&A-Branche haben sich Teamstrukturen herausgebildet, die für alle Häuser ähnlich ausgestaltet sind. Dem (**Executive**) **Director** fällt die Verantwortung bei der Mandats-Akquise und die formale Leitung eines Beratungsprojekts zu. Die Leitung des Projekts vor Ort wird von einem **Associate Director** oder **Manager** wahrgenommen, der wiederum von **Associates** und **Analysts** unterstützt wird. Analysts sind primär mit der Zusammenstellung von transaktionsrelevanten Unterlagen (Unternehmensprofile, Comparables-Analysen, etc.) befaßt und haben ferner eine unterstützende Rolle bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens. Ein direkter Kundenkontakt findet häufig nicht statt. Associates haben die gleichen Aufgaben wie die Analysts und werden zusätzlich in das Management der Mandantenbeziehung eingebunden (z.B. passive und aktive Teilnahme an Firmenpräsentationen). Bei der Zusammenstellung eines bestimmten Projektteams wird ferner darauf geachtet, eine optimale Mischung aus Branchenexpertise, länderspezifischen Kenntnissen und methodischem Know-How zu erzielen. Unter Umständen wird die Akquise von einem sogenannten „**Origination Team**“ und die Mandatsabwicklung von einem sogenannten „**Execution Team**“ vorgenommen [15].

7. Vertiefende Betrachtung einzelner Aspekte

Die Mehrzahl der größeren in Deutschland getätigten Unternehmenskäufe und -verkäufe haben grenzüberschreitenden Charakter und sind daher durch die international üblichen, primär angelsächsischen geprägten Usancen des M&A-Geschäfts geprägt. Die folgenden Ausführungen stellen die wichtigsten Aspekte im Überblick vor.

7.1. Wahl des anzuwendenden Bewertungsverfahrens

Im M&A-Geschäft haben sich im wesentlichen vier Verfahren der Unternehmensbewertung durchgesetzt:

- ▶ **Kapitalwertbasierte Verfahren** (auch **Discounted Cash Flow (DCF)**- oder **Net Present Value (NPV)**-Methoden genannt)
- ▶ Vergleich mit börsennotierten Unternehmen auf der Basis von Kennziffern (**Multiples**)
- ▶ Bewertung auf der Basis vergleichbarer M&A-Transaktionen (**Precedents**)
- ▶ Bewertung mit Hilfe von Optionspreismethoden (**Realoptionsbewertung**)

Für die Bewertung eines Unternehmens werden zum einen unternehmensbezogene Informationen (Jahresabschlüsse der vergangenen Jahre, Angaben zur Unternehmensplanung und -strategie, etc.) und zum anderen Angaben zum Unternehmensumfeld (Nachfrageprognosen, Wettbewerbssituation, Veränderung makroökonomischer Indikatoren, Finanzmarktinformationen, etc.) herangezogen. Da nie alle bewertungsrelevanten Informationen vorliegen oder mit akzeptabler Genauigkeit geschätzt werden können, ist die Unternehmensbewertung letztlich immer mehr Kunst als Wissenschaft. Es gilt: „Garbage In – Garbage Out“! In der Praxis werden daher immer mehrere Bewertungsverfahren parallel eingesetzt und die Ergebnisse als Spanne für den tatsächlichen Unternehmenswert interpretiert.

Die Kapitalwertmethode ist das international am häufigsten eingesetzte Verfahren zur Bestimmung von Unternehmenswerten. Ziel ist die Berechnung des **Shareholder Value**, d.h. des Barwerts der erwarteten zukünftigen Einkommensüberschüsse für die Anteilseigner. In der Praxis kommt im Regelfall die 6-stufige **Entity-Methode** zur Anwendung [16]:

1. Festlegung des Planungshorizonts (typischerweise 10-12 Jahre, T),
2. Schätzung der freien Cash Flows (Nettozahlungen des Unternehmens gegenüber Eigen- und Fremdkapitalgebern) für die Planungsperiode (CF_t),
3. Bestimmung der Kapitalkosten (erwartete Mindestrendite bzw. Diskontierungssatz – typischerweise der gewogene Kapitalkostensatz (k) [17]),
4. Bestimmung des Restwerts (R) am Ende der Planungsperiode (Liquidations- bzw. Fortführungswert),
5. Bestimmung des Werts des Gesamtunternehmens als der Summe des Barwerts der freien Cash Flows und des Restwerts,
6. Bestimmung des Shareholder Value (SV) als der Differenz zwischen dem Gesamtwert des Unternehmens und dem Marktwert des Fremdkapitals (FK).

Zusammengefaßt kann der Shareholder Value mit folgender Formel berechnet werden:

$$SV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{R}{(1+k)^T} - FK$$

Demgegenüber betrachtet die **Equity-Methode** lediglich die Nettoausschüttungen an die Anteilseigner und entspricht daher eher dem deutschen **Ertragswertverfahren** gemäß HFA 2/1986 [18], das primär von deutschen Wirtschaftsprüfern eingesetzt wird [19]. Planungsunsicherheiten werden mit Hilfe von **Sensitivitätsanalysen**, **Monte-Carlo-Simulationen** oder durch eine Dynamisierung der Kapitalwertmethode (**Entscheidungsbaumanalyse**) berücksichtigt [20].

Alternativ können auch die Marktwerte börsennotierter Vergleichsunternehmen (bzw. eines gewichteten Unternehmensportfolios) als Richtgröße für die Bewertung herangezogen werden (**Comparables-Analyse**). Zunächst werden Aktien- und Unternehmensdaten des Vergleichsunternehmens durch die Bildung von Kennziffern in Beziehung gesetzt und dann auf das zu bewertende Unternehmen angewendet. Es handelt sich hierbei um sogenannte Multiplikatoren (Multiples), die den Wert des Unternehmens oder der Aktie als ein Vielfaches der erklärenden Variable ausdrücken. Folgende Kennziffern kommen in der Praxis zur Anwendung [21]:

- ▶ **Gewinn-Multiples:** Division des Marktwertes des Eigenkapitals (Gesamtkapitals) durch den Jahresüberschuß nach Zinszahlungen (betrieblichen Cash Flow).
 - *Anteilseignerorientiert:* Marktwert der Aktien dividiert durch den Jahresüberschuß vor oder nach Steuern und eventuell vor Abschreibungen.
 - *Unternehmensorientiert:* Marktwert der Aktien und Netto-Finanzverbindlichkeiten dividiert durch EBIT (earnings before interest and taxes) oder EBDIT (earnings before depreciation, interest and taxes).
- ▶ **Umsatz-Multiples:** Marktwert der Aktien und Netto-Finanzverbindlichkeiten dividiert durch den Jahresumsatz (*Unternehmensorientiert*). Diese Kennzahl ist einem Gewinn-Multiple vorzuziehen, wenn sich das Unternehmen in der Verlustzone befindet.
- ▶ **Eigenkapital-Multiples:** Marktwert der Aktien dividiert durch den Buchwert des Eigenkapitals (*Anteilseignerorientiert*). Da die deutschen Rechnungslegungsgrundsätze immer noch erhebliche Spielräume für die Bildung stiller Reserven erlauben, ist die Verwendung dieser Kennzahl im deutschen Raum eher unüblich.

Es sollten grundsätzlich alle verfügbaren Multiples für das vergangene und laufende Geschäftsjahr sowie für die Plandaten der zwei Folgejahre parallel betrachtet werden.

Die Interpretation der Unterschiede in den Multiples der Vergleichsunternehmen erfordert die Hinzuhaltung weiterer Kennzahlen, z.B. der Wert des Fremdkapitals relativ zu dem Buch- bzw. Marktwert des Eigenkapitals, das Verhältnis von Abschreibungen zu Umsatz und das durchschnittliche Umsatzwachstum der letzten Jahre. Ein potentieller Schwachpunkt aller Multiplikatoren ist ihr statischer Charakter, d.h. es wird implizit angenommen, daß die ausgewählten Jahre für die Ertragskraft des Unternehmens bzw. der Branche repräsentativ sind.

Weitere Anhaltspunkte für den Wert eines Unternehmens sind die gezahlten Preise für vergleichbare Unternehmen. Dabei ist jedoch zu beachten, daß die Vergleichbarkeit durch transaktionsspezifische Faktoren der Preisbildung eingeschränkt wird und die Grundgesamtheit der als vergleichbar einzustufenden Transaktionen oft sehr gering ist. Es ist daher grundsätzlich davon abzuraten, diesem Verfahren eine tragende Rolle bei der Preisfindung einzuräumen.

Wenn die Unternehmensleitung über signifikante Entscheidungsflexibilitäten verfügt, d.h. wenn realwirtschaftliche Handlungsstrategien bei Veränderungen der Rahmenbedingungen angepaßt werden können, dann bietet sich als alternativer Bewertungsansatz die Realoptionsmethode an. Das Unternehmen wird dabei als ein Portfolio von Optionen (Wachstumsoptionen, Marktausstiegsoptionen, Verzögerungsoptionen, etc.) modelliert und mit Hilfe gängiger **Optionspreisverfahren** (analytische Lösungsformeln, Lattice-Verfahren, etc.) bewertet [22]. Die Anwendung dieses Ansatzes bietet sich insbesondere bei Unternehmen an, die mit der Extraktion natürlicher Ressourcen befaßt sind, da in diesem Fall die Commodity-Märkte eine kontinuierliche Bewertung des Basisinstruments und der (impliziten) Volatilitäten vornehmen.

7.2 Gestaltung der Due-Diligence-Prüfung

Die Due Diligence-Prüfung ist in angelsächsischen Ländern seit langem ein Kernbestandteil des Akquisitionsverfahrens und ermöglicht den Kaufinteressenten, eine eigenständige Bewertung des Kaufobjekts durchzuführen. Gleiches gilt mittlerweile auch für den deutschen M&A-Markt. Allerdings haben deutsche Vorstände (mit festen Zeitverträgen) die Möglichkeit, den Informationsfluß und damit den Unternehmensverkauf unter Berufung auf §51a GmbHG und §131 AktG (Informationsrechte der Gesellschafter) sowie §§88 u. 93 AktG (Verschwiegenheitsgebot des Vorstandes) zu blockieren. Im Gegensatz dazu werden Manager von U.S.-Gesellschaften, die bei identischer Interessenlage ähnlich handeln, in der Regel gestürzt. Der Fall wird dabei jedoch durch großzügige Abfindungsregelungen (**Golden Parachutes**) abgedeckt.

Alle Kaufinteressenten erhalten während der Due Diligence-Phase Zugang zu einem **standardisierten Datenraum**, d.h. es findet üblicherweise keine Diskriminierung bezüglich der zur Verfügung gestellten Daten statt. Die Bestückung des Datenraumes kann unter Umständen durch die von den Kaufinteressenten eingereichten Due-Diligence-**Checklisten** beeinflusst werden. Der Zugang wird in der Regel durch eine zeitliche Befristung (z.B. 1-2 Tage), die maximale Größe des Investorentams (z.B. max. 10-12 Personen) und die Beschränkung der Hilfsmittel (z.B. Kopier-, Scanner-, Diktiergerät- oder Computerverbot) limitiert werden. Die Regularien werden dabei primär durch die Größe und Komplexität der Transaktion sowie durch die antizipierte Wettbewerbssituation während der Bietphase diktiert.

Folgende Informationen werden üblicherweise im Rahmen der Due Diligence zur Verfügung gestellt [23]:

- ▶ **Allgemeine Angaben zur Gesellschaft:** Handelsregisterauszüge, Konzernstruktur, aktuelle Liste der Gesellschafter, Unternehmenssatzung, Geschäftsordnung des Aufsichtsrats, Beherrschungs-, Gewinnabführungs- und sonstige Unternehmensverträge, Protokolle der Gesellschafterversammlungen, etc.
- ▶ **Angaben zur Vermögens- und Schuldensituation:** Verzeichnis aller materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände, Auflistung der kurz-, mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten (unter Nennung des Schuldners, des Gläubigers, des Zinssatzes, der Fälligkeit und des Nennwerts), wechselseitige Verbindlichkeiten innerhalb des Konzerns, etc.
- ▶ **Bilanzsituation:** Zwischenberichte, Jahresabschlüsse, Gewinn- und Verlustrechnungen, Handels- und Steuerbilanzen, Testate des Wirtschaftsprüfers und Steuererklärungen der vergangenen Jahre, laufende Budgets, Planungsrechnungen, etc.
- ▶ **Arbeitsrechtliche Aspekte:** Bestehende Arbeits- und Anstellungsverträge, Tarifverträge, Betriebsvereinbarungen, Pensionsverpflichtungen, etc.
- ▶ **Sonstige vertraglichen Pflichten und Rechte:** Verträge mit Gesellschaften des gleichen Konzerns, Pachtverträge, Lizenzverträge, Joint-Venture-Vereinbarungen, Verträge mit Kunden und Lieferanten, etc.
- ▶ **Angaben zur Rechtshaftung:** Angaben zu allen schwebenden und antizipierten Rechtsprozessen (wettbewerbs-, arbeits-, steuer-, straf- und verwaltungsrechtliche Verfahren, etc.)
- ▶ **Umweltrechtliche Aspekte:** Bekannte Altlasten, Angaben zu Emissionen und Immissionen, etc.

Aufgabe des M&A-Beraters der Käuferseite ist es, im Rahmen der Due-Diligence-Prüfung bereitgestellten Informationen ein wahrheitsgetreues Bild der Unternehmenssituation zu erstellen. Für die Ermittlung eines fairen Kaufpreises ist es beispielsweise erforderlich, das Bewertungsergebnis um außerordentliche Ergebniseinflüsse und Verzerrungen in der ursprünglichen Darstellung der Unternehmenssituation (sogeanntes „Window Dressing“) zu bereinigen und versteckte Risiken vor Vertragsabschluß zu identifizieren [24]. Zu den Problembereichen gehören beispielsweise [25]:

- ▶ Überbewertung der Lagerbestände (z.B. Erfassung von Produktbeständen, die nicht mehr im Programm enthalten sind);

- ▶ Steuernachzahlungen, die aufgrund von allzu optimistisch gestalteten Steuererklärungen fällig werden;
- ▶ unverbuchte Verbindlichkeiten (z.B. zugesicherte Preisnachlässe für Kunden, Bonuszahlungen für Außendienstmitarbeiter, Garantieverpflichtungen);
- ▶ falsche oder unvollständige Angaben hinsichtlich der Rechtshaftung;
- ▶ Unterbewertung der antizipierten Forderungsausfälle;
- ▶ günstige Lieferkonditionen, die im Rahmen eines Vertragspakets erworben wurden und deren Grundlage durch den Unternehmensverkauf entfällt

Während und nach der Durchsicht der zur Verfügung gestellten Unterlagen besteht für den Kaufinteressenten und seinen M&A-Berater die Möglichkeit, offene Fragen im Rahmen der Managementpräsentation zu diskutieren und dadurch bewertungsrelevante Zusatzinformationen zu generieren. Den Abschluß dieser Transaktionsphase bildet die Erstellung eines **Due Diligence-Memorandums** durch den M&A-Berater der Käuferseite, das die wesentlichen Ergebnisse der Prüfung zusammenfaßt und auf etwaige Problembereiche der Akquisition hinweist.

7.3 Steuerliche und juristische Optimierung der M&A-Transaktion

Den an einer Akquisition beteiligten Wirtschaftsprüfern und Rechtsanwälten fällt üblicherweise die Rolle zu, die juristischen und steuerlichen Aspekte der Transaktion zu optimieren. Eine wichtige Grundsatzentscheidung ist in diesem Zusammenhang die Wahl zwischen einem **Share Deal** und einem **Asset Deal** [26]. Bei Aktienkäufen bleiben in der Regel die steuerlichen Attribute des Zielunternehmens erhalten und bieten daher weniger Gestaltungsmöglichkeiten als der unmittelbare Kauf der Vermögensgegenstände. Bei einem Asset Deal ist es beispielsweise möglich, gewisse Aktiva und Passiva von der Transaktion auszuschließen und über eine Aufwertung der Vermögensteile (und damit die Anhebung der Abschreibungen) die Ertragssteuerbelastung zu vermindern [27]. Die vor Abschluß der Transaktion aufgelaufenen steuerlichen Verpflichtungen werden ebenfalls nicht übertragen. Das Umwandlungssteuergesetz gibt deutschen Unternehmen jedoch mittlerweile auch im Rahmen eines Share Deal die Möglichkeit, unter bestimmten Bedingungen die Buchwerte des Unternehmensvermögens anzuheben (Step-Up).

Ein nicht zu unterschätzender Vorteil des Share Deals ist die Tatsache, daß das Management des Zielunternehmens von einer direkten Einflußnahme auf die Ausgestaltung und Durchführung der Transaktion ausgeschlossen werden kann und damit etwaig bestehende Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung nicht zum Tragen kommen. Feindliche Unternehmensübernahmen werden folglich im Regelfall als Share Deal durchgeführt, da sie sich unmittelbar gegen die Interessen des Managements richten. Dem steht jedoch als Nachteil gegenüber, daß die verbleibenden Minderheitenaktionäre die Kontroll- und Einflußrechte des Käufers einschränken können und damit die Vorteilhaftigkeit der Transaktion in Frage stellen.

Bilanzierungsrichtlinien können sich unter Umständen auch auf die Vorteilhaftigkeit, Ausgestaltung und werden sich auf jeden Fall auf die buchhalterische Erfassung einer Akquisition auswirken. Fusionen werden beispielsweise im Regelfall als Vermögenserwerb (**Purchase**) verbucht. Die internationale Praxis (IAS, US-GAAP) verlangt, soweit möglich, die Buchwerte der einzelnen Vermögensgegenstände an die aktuellen Marktwerte anzupassen und die Differenz zwischen dem gezahlten Preis und der Summe der angepaßten Buchwerte als derivativen **Goodwill** zu aktivieren und abzuschreiben (in Deutschland pauschale Abschreibung von jährlich mindestens 25%, wahlweise ab dem Anschaffungs- oder dem Folgejahr). In der Vergangenheit haben deutsche Unternehmen demgegenüber häufig von ihrem Wahlrecht Gebrauch gemacht, den Goodwill im laufenden Geschäftsjahr mit den bestehenden Rücklagen zu verrechnen und damit erfolgsneutral zu verbuchen. Die Vermögensgegenstände können, anstelle des Erwerbs, auch in das Zielunternehmen eingebracht werden (**Pooling**). In diesem Fall wird das Kaufobjekt auf Basis der alten Buchwerte erfaßt. Auf die Aktivierung des Goodwill wird verzichtet.

7.4 Finanzierung der M&A-Transaktion

Altaktionäre der Zielgesellschaft werden in den meisten Fällen über einen **Aktientausch** (1 Aktie der Zielgesellschaft wird gegen eine bestimmte Aktienmenge der Erwerbgesellschaft eingetauscht) oder mit **Bargeld (Cash Deal)** kompensiert. Die Finanzierung eines Aktientauschs erfolgt in der Regel über eine entsprechende Kapitalerhöhung, während eine Bargeldtransaktion typischerweise durch eine Kapitalerhöhung am Aktienmarkt, die Begebung von Anleihen oder den Einsatz einer bestehenden „Kriegskasse“ finanziert wird. Aufgrund des geringeren Liquiditätsgrades erfordert eine Akquisition mittels Aktientausch üblicherweise einen höheren Übernahmepreis. Diese Relation kann sich jedoch umkehren, wenn Kapitalzuwächse bei einem Aktientausch als nicht-realisierte Gewinne steuerfrei sind, während Bargeldzahlungen unter die Steuerpflicht fallen. Die Bayerische Vereinsbank hat beispielsweise im Rahmen ihrer Fusion (formal: Erwerb) mit der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank Allianzaktienbestände steuerfrei gegen Aktien des Fusionspartners eingetauscht.

In den Vereinigten Staaten ist es üblich, Akquisitionen (insbesondere feindliche Übernahmen) mit der Begebung von hochverzinslichen Anleihen (**Quasi-Equity** oder **Junk Bonds**) zu finanzieren, wobei der Verschuldungsgrad des Unternehmens wesentlich erhöht wird [28]. Diese als „**Leveraged Buy-Out**“ (**LBO**) bekannte Finanzierungsmethode zwingt die Geschäftsleitung zu einem radikalen Umstrukturierungsprogramm (**Restructuring**), um durch eine schnelle und nachhaltige Steigerung der Ertragskraft den Zinsdienst und die Tilgung leisten zu können und damit einen möglichen Unternehmenskonkurs abzuwenden. Die Interessen und Belange der Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten und des Gemeinwesens werden demgegenüber zurückgestuft. Die durch eine Unternehmensübernahme ausgelösten Restrukturierungsprozesse sind für diese Parteien im Rahmen der LBO-Finanzierung besonders schmerzhaft und haben letztlich zur Verabschiedung von **Anti-Takeover-Gesetzen** durch eine Vielzahl von U.S.-Bundesstaaten geführt. LBO-Firmen geben nach der Übernahme üblicherweise ihre Börsennotierung auf und werden daher von einem geschlossenen Investorenkreis (institutionelle Anleger, Management im Rahmen eines MBO) gehalten. In Deutschland wird die LBO-Finanzierung durch diverse steuer- und gesellschaftsrechtliche Mißbrauchsregelungen eingeschränkt, die jedoch meist zu anderen Zwecken eingeführt wurden. Zu nennen wären beispielsweise das Verbot der verdeckten Gewinnausschüttung, das Gebot des Nachteilsausgleichs für die Zielgesellschaft innerhalb eines Konzerns und das Verbot der Einlagenrückgewähr [29].

8. Implikationen für die Unternehmenskontrolle

8.1 Verhinderung von feindlichen Unternehmensübernahmen durch Abwehrmaßnahmen

U.S.-amerikanische Unternehmen haben in den letzten zwei Jahrzehnten demonstriert, daß feindliche Unternehmensübernahmen durchaus mit defensiven Maßnahmen abgewehrt werden können. Diese wurden entweder durch den bundesstaatlichen Gesetzgeber (**Anti-Takeover-Gesetze**) oder durch entsprechende Änderungen der Unternehmenssatzung (**Shark-Repellent Charter Amendments**) implementiert. Dabei handelte es sich beispielsweise um [30]:

- ▶ **Poison Pill**: Altaktionäre erhalten Optionen, die sie berechtigen, im Falle eines Übernahmeversuchs zusätzliche Aktien des Unternehmens unter Marktpreis zu erwerben.
- ▶ **Poison Put**: Gläubiger können die vorzeitige Tilgung bzw. Rückzahlung fordern, wenn sich die Kontrollverhältnisse aufgrund einer feindlichen Übernahme verändern.

- ▶ **Staggered Boards:** Jedes Jahr kann nur ein Drittel des Board of Directors ausgetauscht werden. Damit wird verhindert, daß der Raider unmittelbar die Kontrolle über das Unternehmen erhält.
- ▶ **Fair Price Amendments:** Eine Fusion kann nur dann durchgeführt werden, wenn, unter Anwendung eines bestimmten Standards, ein fairer Preis geboten wird.
- ▶ **Supermajority Votes:** Die Zustimmung zu einer Fusion und die Eliminierung satzungsgestützter Anti-Takeover-Maßnahmen verlangt eine qualifizierte Mehrheit (z.B. 75%).
- ▶ **Mehrfach- und Höchststimmrechte:** Altaktionäre erhalten mehr als ein Stimmrecht pro Aktie bzw. jeder Aktionär kann maximal nur X% (z. B. 5%) des stimmberechtigten Kapitals auf der Hauptversammlung geltend machen.

In Deutschland wurde in den vergangenen Jahren primär der letzte Maßnahmetyp zur Abwehr unerwünschter Übernahmen eingesetzt. Durch die Verabschiedung des KonTraG wurde jedoch auch dieses Abwehrinstrument abgeschafft bzw. für bestehende Regelungen eine Auslauffrist von 5 Jahren vorgeschrieben. Der deutsche Übernahmekodex (siehe nächster Abschnitt) enthält zudem ein allgemeines Verbot von Anti-Takeover-Maßnahmen jeglicher Form.

8.2 Der deutsche Übernahmekodex

Seit dem 1. Oktober 1995 werden Unternehmensübernahmen in Deutschland durch einen freiwilligen Verhaltenskodex reguliert. Es handelt sich dabei um Leitsätze für freiwillige, öffentliche Übernahmeangebote (**Tender Offer**), die auf Vorschläge der Börsensachverständigenkommission zurückgehen und sich an dem britischen City-Kodex und der EU-Übernahmerichtlinie orientieren. Bisher haben 426 Unternehmen den Kodex anerkannt, davon 316 inländische börsennotierte Aktiengesellschaften (39% der Grundgesamtheit) und 26 der 30 DAX-Unternehmen (Stand 21.7.1998). Der Beitritt zum Kodex kommt einer privatrechtlichen Bindung gleich, deren Haftungsimplicationen jedoch aufgrund fehlender Präzedenzfälle bisher weitgehend ungeklärt sind. Hinsichtlich der Abwicklung einer M&A-Transaktion ergeben sich für die beigetretenen Unternehmen folgende zusätzliche Bedingungen [31]:

- ▶ Das bietende Unternehmen verpflichtet sich, bei der Vorbereitung und Abwicklung eines Angebots ein qualifiziertes Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinzuzuziehen.
- ▶ Das Zielunternehmen bzw. dessen Unternehmensleitung ist verpflichtet, alle Bieter mit einheitlichen und vollständigen Informationen zu versorgen, die Aktionäre über den Fortgang des Verfahrens auf dem Laufenden zu halten und keine Maßnahmen zur Verhinderung einer ungewollten Übernahme zu ergreifen.
- ▶ Bei Erwerb der (voraussichtlich permanenten) Kontrolle (bis Dezember 1997: der Stimmenmehrheit) über ein Unternehmen besteht die Verpflichtung, den Minderheitenaktionären ein Kaufangebot zu unterbreiten. Die Minderheitenaktionäre und die Übernahmekommission können den Erwerber per Beschluß von dieser Verpflichtung entbinden - letztere jedoch nur, wenn ansonsten dem Erwerber nachhaltiger Schaden entstehen würde.
- ▶ Der Kodex enthält des weiteren Vorgaben für die Preisbildung, die eine intertemporale Preisdiskriminierung (Two-Tier-Offers) durch den Erwerber verhindern sollen. Anti-Takeover-Maßnahmen (z.B. **Greenmail**, d.h. das Management erwirbt die Anteile des Übernahmeinteressenten zu einem über dem Marktwert liegenden Preis; **Pac Man**, d.h. Übernahmeangebot an die Aktionäre des Kaufinteressenten) sowie sonstige Maßnahmen zur Diskriminierung gegenüber einzelnen Aktionärsgruppen sind ebenfalls nicht gestattet.

8.3 .Auswirkungen der Ad-Hoc Publizität auf die Durchführung einer M&A-Transaktion

Nach §15, Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) unterliegen alle börsennotierte Unternehmen des amtlichen Handels sowie des geregelten und Neuen Markts einer sogenannten Ad-Hoc-Publizität. Dies bedeutet, daß alle kursrelevanten Informationen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintreten, unverzüglich zu veröffentlichen sind. Darunter fallen beispielsweise Veränderungen

in der Vermögens- oder Finanzlage sowie Ereignisse und Entwicklungen, die sich auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Unternehmens auswirken.

Bei M&A-Geschäften stellt sich die Frage, zu welchem Zeitpunkt die Öffentlichkeit über die Transaktion informiert werden sollte. Nach gültiger Rechtslage sollte die Bekanntgabe aus der Sicht des Käufers nach der rechtskräftigen Unterzeichnung des Kaufvertrages, jedoch vor der formalen Zustimmung durch die zuständigen Aufsichtsgremien erfolgen. Da ungefähr 80% der Verhandlungen ergebnislos abgebrochen werden, erscheint es nicht sinnvoll, eine solche Bekanntgabe bereits nach Unterzeichnung eines (de facto unverbindlichen) Letter of Intent vorzunehmen. Veröffentlichungen sollten sich auf Rechtstatsachen und nicht auf möglicherweise in der Zukunft eintretende Ereignisse beziehen [32].

9. Zusammenfassung und Ausblick

M&A-Beratung hat sich mittlerweile auch in Europa, insbesondere in der Bundesrepublik, als ein überaus lukrativer Bestandteil des Investmentbanking etabliert. Während Unternehmensübertragungen auch in früheren Jahren keinen Seltenheitswert hatten, insbesondere im Rahmen von Insolvenzverfahren oder bei der Regelung des Generationenwechsels in Familienunternehmen, so hat dieses Geschäft in der jüngeren Vergangenheit einen grundlegenden Wandel erfahren. Die Globalisierung des Wettbewerbs auf den Märkten für Risikokapital, Güter und Dienstleistungen hat eine stärkere Kapitalmarktorientierung der Unternehmensführung und damit eine stärkere Ausrichtung der unternehmerischen Entscheidungsprozess auf die Maximierung des Shareholder Value bewirkt. Die Frage, in wessen Händen ein Unternehmen den höchsten Wert erzielt, wird auch in der Zukunft eine zunehmend wichtige Rolle spielen und notwendigerweise eine Neuausrichtung der Leitungs- und Kontrollstrukturen in deutschen Kapitalgesellschaften bewirken. Das M&A Geschäft erfordert von Finanzdienstleistern nicht nur eine ausgeprägte technische Kompetenz, sondern auch äußerst flexible Organisationsstrukturen. Inwieweit den U.S.-amerikanischen Investment-Banken Marktanteile abgerungen werden können, stellt in den kommenden Jahren die zentrale strategische Herausforderung für die Vorstände der deutschen Finanzinstitute dar.

Anmerkungen

* Dieser Beitrag wird in leicht veränderter Form erscheinen in: "Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen - Handbuch des Finanzsystems".

- [1] Die Autoren bedanken sich bei Jochen Becker, Jeff Bistrong, John Chapman, Thorsten Dörr, Stefan Feinendegen, Dr. Petra Riemer-Hommel und ganz besonders bei Markus Krog sowie Dr. Martin Reitz für wertvolle Kommentare und Hinweise. Die Autoren übernehmen die Verantwortung für alle verbleibenden Fehler.
- [2] Vgl. z. B. Michaely, R., Shaw, W. H. (1995): The Choice of Going Public: Spin-Offs vs. Carve-Outs, in: Financial Management, Bd. 24, Nr. 3 (Autumn), S. 5-21.
- [3] Die Datenbank des Bundeskartellamts berücksichtigt Akquisitionen, die 25% bzw. 50% des Eigenkapitals übersteigen, Joint Ventures und andere vertragliche Bindungen, die zu einem effektiven Transfer von Kontrolle führen. Der aggregierte Umsatz der involvierten Unternehmen beträgt mindestens DM 500 Mio. Die Datenbank des M&A Review berücksichtigt veröffentlichte Übertragungen von Mehrheitsstimmrechten bei Zielunternehmen mit einem Mindestumsatz von DM 20-30 Mio. Daten wurden von dem M&A Review zur Verfügung gestellt.
- [4] Berücksichtigt alle veröffentlichten Transaktionen (inklusive Privatisierungen der Treuhandanstalt). Daten wurden von M&A International GmbH zur Verfügung gestellt.
- [5] Quelle: Goldman Sachs (Zahlen beziehen sich auf abgeschlossene Transaktionen mit mindestens 75 Mio. USD Volumen).
- [6] Vgl. Wertschulte, J. F. (1995), Investment Banking, in: W. Gerke et. al. (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Stuttgart, 1022-1031.
- [7] Vgl. Jaenecke, K. F. (1997): Rolle von Beratern (Arten von Beratern), in: A. Achleitner, G. F. Thoma (Hrsg.), Handbuch Corporate Finance, Köln, Punkt 10.7.2.
- [8] Vgl. Haspeslagh, P. C.; Jemison, D. B. (1991): Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal, New York et. al. Vgl. auch Black, A. et. al. (1998): In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance, London et. al., Kapitel 8.

- [9] Vgl. z. B. Jensen, M. C. (1987): Takeover – Their Causes and Consequences, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, S. 21-48. Deutsche M&A-Transaktionen wurden insbesondere von folgenden Studien untersucht: Bamberger, B. (1994): *Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland*, Bergisch-Gladbach; Bühner, R. (1990): *Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in Deutschland*, Stuttgart; Grandjean, B. (1992): *Unternehmenszusammenschlüsse und die Verteilung der abnormalen Renditen zwischen den Aktionären der übernehmenden und übernommenen Gesellschaft*, Frankfurt a. Main.
- [10] Vgl. Dufey, G., Yeung, B. Y. (1993): Impact of EC 92 on European Banking: A Foreign Direct Investment Perspective, in: Doukas, J., Mathur, (Hrsg.), *Financial Management in Post-1992 Europe*, Binghamton, NY.
- [11] Vgl. Puhl, O. (1997): Auswahl von Mergers & Acquisitions-Beratern, in: A. Achleitner, G. F. Thoma (Hrsg.), *Handbuch Corporate Finance*, Köln, Punkt 10.7.4 (18-19).
- [12] Vgl. Reed, S. F., Lajoux, A. R. (1995): *The Art of M&A – A Merger-Acquisition-Buyout Guide*, New York, S. 46f.
- [13] Vgl. Hommel, U.; Reitz, M.; Schürmann, J. (1997), Preisfeststellung mit Auktionen im M&A-Geschäft, unveröffentlichtes Arbeitspapier. Vgl. auch Beisel, W. et. al. (1991), *Der Unternehmenskauf*, 2. Aufl., München; Hölter, W. (Hrsg., 1992), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 3. Aufl., Köln; Craven, J. A. (1995), *Mergers & Acquisitions*, in: W. Gerke et. al. (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, Stuttgart, 1443-1453.
- [14] Vgl. Hommel, U.; Reitz, M.; Schürmann, J. (1997), Preisfeststellung mit Auktionen im M&A-Geschäft, unveröffentlichtes Arbeitspapier.
- [15] Vgl. Deiß, C. (1997): M&A-Beratung in Deutschland – Organisation und Wettbewerbsstruktur, in: *M&A Review*, Nr. 12, 539f.
- [16] Vgl. Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. (1994): *Valuation*, New York et. al. sowie Rappaport, A. (1986): *Creating Shareholder Value*, New York.
- [17] Vgl. Ehrhardt, M. C. (1994): *The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital*, Cambridge, MA.
- [18] „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Hauptfachausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer (HFA 2/1986).
- [19] Vgl. Ballwieser, W. (1995), Unternehmensbewertung, in: W. Gerke et. al. (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, Stuttgart, 1867-1882 sowie die dort zitierte Literatur; vgl. auch Drukarczyk, J. (1996), *Unternehmensbewertung*, München.
- [20] Vgl. Trigeorgis, L. (1996): *Real Options*, Cambridge MA.
- [21] Vgl. Faßbender, E.; Killat, G. (1996): Die Preisfindung bei deutschen Unternehmenstransaktionen mit internationalem Hintergrund, in: *International Bankers Forum e.V.* (Hrsg.), *Die Banken auf dem Weg ins 21. Jahrhundert – Strategie und Konzepte*, Wiesbaden, 61-65. Vgl. auch Damodaran, A. (1996): *Investment Valuation*, New York et. al., Kap. 14-16.
- [22] Vgl. Hommel, U.; Pritsch, G. (1998): Marktorientierte Investitionsbewertung mit dem Realloptionsansatz, WHU-Forschungspapier Nr. 50.
- [23] Vgl. Harrer, H. (1997): Due Diligence-Prüfung, in: A. Achleitner, G. F. Thoma (Hrsg.), *Handbuch Corporate Finance*, Köln, Punkt 10.2.6 (7-14).
- [24] Vgl. Moser, A. C. (1991): *Gefahren beim Kauf von Unternehmen*, Stuttgart et. al.
- [25] Vgl. Grafer, R., Baldasaro, P. M. (1987): Effective Due Diligence, in: M. L. Rock (Hrsg.), *The Mergers & Acquisitions Handbook*, New York et. al., S. 277ff.
- [26] Vgl. McCarthy, P. (1990): Legal Aspects of Acquiring U.S. Enterprises, in: D. J. BenDaniel, A. H. Rosenbloom (Hrsg.), *The Handbook of International Mergers & Acquisitions*, Englewood Cliffs, Kapitel 2 (34-36).
- [27] Die Höherbewertung erfolgt aufgrund von §252 I/4 HGB und §256 V AktG.
- [28] Vgl. u.a. Behrens/Merkel (1990): *Mergers & Acquisitions*, Stuttgart, S. 50ff.
- [29] Vgl. Semler, F.-J. (1996): Der Unternehmens- und Beteiligungskaufvertrag, in: W. Hölter, *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 4. Auflage, Köln, S. 558ff; Hötzel, O. (1997): *Unternehmenskauf und Steuern*, Düsseldorf, S. 258ff.
- [30] Vgl. Hommel, U., Riemer-Hommel, P. (1998): Die Evolution der nationalen Unternehmensüberwachungssysteme: Der Einfluß von Regulierung und internationalem Wettbewerb, aufgezeigt am Beispiel der Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland, in: M. Kutschker (ed.), *Regionalisierung und Globalisierung: Allokation und Entwicklung von Kompetenzen im multinationalen Unternehmen*, Wiesbaden, in Vorbereitung. Vgl. auch Brealey, R. A., Myers, S. C. (1996), *Principles of Corporate Finance*, New York, et. al., S. 934-935.
- [31] Vgl. Schuster, S.; Zschocke, C. (1996): *Übernahmerecht*, Frankfurt a. Main.
- [32] Vgl. Diehl, U., Loistl, O., Rehkugler, H. (1998): *Effiziente Kapitalmarktkommunikation*, Stuttgart, S. 128-129.

Referenzen für das allgemeine Literaturverzeichnis:

- BenDaniel, D. J./Rosenbloom A. H., Hrsg. (1990): *The Handbook of International Mergers & Acquisitions*, Englewood Cliffs, NJ.
- Hölter, W., Hrsg. (1996): *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, 4. Auflage, Köln.
- Morgan Grenfell (1989): *Handbuch für den internationalen Unternehmenskauf*, Berlin/Hamburg.
- Rock, M. L., Hrsg. (1987): *The Mergers and Acquisitions Handbook*, New York et. al.
- Sieglwart, H./Mahari, J. I./Caytas, I. G./Rumpf, B.-M. (1990): *Mergers & Acquisitions*, Frankfurt a. Main und Stuttgart.