KNAPPS
ENZYKLOPÄDISCHES LEXIKON des Geld-, Bank- und Börsenwesens Auflage 2007

Herausgeber: Prof. Dr. Bartmann, Prof. Dr. A. Burger, Prof. Dr. T. Burkhardt, Prof. Dr. W. Folz, Prof. Dr. T. Hartmann-Wendels, Prof. Dr. T. Heidorn, PD Dr. S. Kirmße, Prof. Dr. H. Rehm, W. Weinkauf *Schriftleitung:* Prof. Dr. F. Thießen, Dr. U. Walther

Merger & Acquisition: Transaktionsberatung

*Günter Müller-Stewens**

Müller-Stewens, Günter: Merger & Acquisition: Transaktionsberatung.

In: Knapps Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens, Auflage 2007, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main.

Artikel Nr. 4079, Aktualisierung 2007.

Der Kauf und Verkauf von Unternehmen(-steilen) gehört seit dem Auftreten kapitalistischer Wirtschaftsordnungen zum Wirtschaftsgeschehen. Zwar haben Käufer und Verkäufer seit jeher Dritte zu Rate gezogen, um ihre Entscheidungen möglichst optimal zu treffen, allerdings entwickelte sich die M&A-Beratung erst in jüngerer Zeit zu einer professionellen Dienstleistung (→Merger & Acquisition: Grundlagen).

1 M&A-Beratung in Deutschland

Das M&A-Consulting als eigenständige Beratungsform wurde in den USA nach dem Zweiten Weltkrieg u. a. durch gesetzliche Regelungen wie den Glass Steagall Act (→USA), der Banken die Trennung des Einlage- und Kreditgeschäftes vom Wertpapiergeschäft vorschreibt, begünstigt. Insbesondere in der Wirtschaftskrise nach dem Vietnamkrieg versuchten die führenden amerikanischen Investmentbanken Mindereinnahmen bei Wertpapierkommissionen durch den Ausbau von M&A-Abteilungen zu kompensieren. Damit veränderte sich auch der Charakter der Beteiligungsberatung. War diese bis dahin ein Nebengeschäft der Investmenthäuser, das auf Anfragen des Kunden durchgeführt wurde, hielten M&A-Professionals nun aktiv nach profitablen Deals Ausschau. Viele Transaktionen wurden auf diese Weise initiiert oder auch auf eigene Rechnung von M&A-Beratungen durchgeführt, was in der Merger-Welle der 80er Jahre seinen Höhepunkt fand. In Deutschland fand die Professionalisierung der M&A-Beratung mit einer zeitlichen Verzögerung statt. Zunächst sind hier die angelsächsischen Investmentbanken zu nennen, die deutschen Unternehmen insbesondere bei der Abwicklung internationaler Transaktionen mit ihrem Know How zur Seite standen. Auch deutsche Banken schickten sich nun an, dieses Geschäftsfeld durch den Aufbau oder den Zukauf von M&A-Abteilungen zu erschließen. Schließlich begann Ende der 80er Jahre ein Trend der Verselbständigung etablierter M&A-Professionals, die ihre eigenen Beratungen gründeten. Heute reicht das Spektrum der M&A-Consultants von so genannten One-Man Shows über kleine Boutiquen bis hin zu den M&A-Abteilungen weltweit tätiger Investmentbanken. Im Gegensatz zu diesen auf die Abwicklung von Unternehmenskäufen spezialisierten Beratern bieten häufig Geschäftsbanken und Unternehmensberatungen in Deutschland diese Dienstleistung zusätzlich zu ihrem Kerngeschäft an. Insgesamt bieten derzeit in Deutschland rund 300 Unternehmen M&A-Dienstleistungen an.

M&A-Berater gewinnen ihre Daseinsberechtigung vornehmlich aus zwei Gründen. Einerseits ist der deutsche Markt für Unternehmenskontrolle in hohem Maße intransparent, woraus sich eine Mittlerfunktion ergibt. Andererseits bedarf die erfolgreiche Begleitung einer Transaktion einer hohen und breit angelegten Sachkompetenz. Dabei kommt M&A-Consultants auch die professionelle Gestaltung der Schnittstellen zu weiteren am Übernahmeprozess Beteiligten wie Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern oder Strategieberatern zu. Neben dem Erwerb und der Veräußerung von Unternehmen umfasst die Produktpalette der M&A-Berater auch die Veräußerung von wesentlichen Vermögensteilen, Fusionen, Gemeinschaftsgründungen, Beteiligungen, die Beschaffung von Venture Capital oder die Initiierung

* Prof. Dr. Günter Müller-Stewens, Geschäftsführender Direktor Institut für Betriebswirtschaft, Universität St. Gallen.

von Börseneinführungen (Going Public) als Alternative zum Verkauf. Dabei ist es nahe liegend, dass sich die Anbieter von M&A-Dienstleistungen hinsichtlich ihrer Professionalität und Kompetenz angesichts derart vielschichtiger und komplizierter Sachverhalte gravierend voneinander unterscheiden. Auf der anderen Seite ist auch das Kompetenzniveau der Käufer- und Objektunternehmen in Bezug auf M&A-Aktivitäten höchst unterschiedlich. Während für die Vielzahl der Mittelständler der Kauf einer Gesellschaft oder der Verkauf des eigenen Unternehmens den Ausnahmefall in ihrer Geschäftstätigkeit darstellt, gehören Akquisitionen bei vielen großen Konzernen (z. B. Mannesmann AG, Siemens AG) zur Tagesordnung. Durch die häufige Durchführung von Unternehmenskäufen haben diese Gesellschaften ein eigenes Know How im M&A-Bereich aufgebaut, was sich auch darin ausdrückt, dass sie teilweise über auf diesem Gebiet spezialisierte Stabsabteilungen verfügen. Diese Akquisitionsexperten beziehen nur punktuell Spezialisten wie Wirtschaftsprüfer oder Rechtsanwälte in den Akquisitionsprozess ein und beauftragen den klassischen M&A-Berater lediglich in Ausnahmefällen, die z. B. bei Kapazitätsengpässen auftreten können oder wenn der Berater mit originären Ideen aufzuwarten vermag. Dass in Deutschland bei weniger als einem Fünftel aller Transaktionen M&A-Berater involviert sind (in den USA liegt diese Quote nicht zuletzt auf Grund rechtlicher Vorschriften bei über 90%), liegt darüber hinaus auch an der Mittelstandslastigkeit des deutschen M&A-Geschehens. Hier ist einerseits der Einfluss der Familien und die damit verbundene Individualität der Unternehmensführung noch sehr hoch und andererseits werden die Eigner kleiner Finnen zumeist durch die im Verhältnis zum Unternehmenswert hohen Beratungshonorare abgeschreckt (→Mittelstand: Finanzierungsprobleme und Lösunmgen). Dennoch kann gerade für diese Gruppe der durch die Einschaltung von M&A-Professionals generierte Value Added besonders hoch sein, denn durch die professionelle Unterstützung kann im Einzelfall das mit einer Transaktion verbundene Risiko reduziert werden. Die einzelnen Akteure, die einen Unternehmenskauf in diesem Sinne begleiten können, sollen nachfolgend im Zusammenhang mit ihren Aufgabengebieten und den von ihnen durchgeführten Aktivitäten idealtypisch vorgestellt werden.

2 Die M&A-Dienstleister

Die hohe Komplexität der mit einem Unternehmenskauf verbundenen Abläufe spiegelt sich auch in einem breit gefächerten Angebot der M&A-Dienstleister wider. Dabei sind Unternehmensberater in erster Linie bei der Strategieformulierung vor und der Einbindung des Objektes nach dem Kauf involviert, während die hier als M&A-Spezialisten bezeichneten Akteure sich auf die optimale Durchführung der Transaktion per se konzentrieren. Zu letzteren zählen sowohl M&A-Berater und -Makler als auch Rechtsanwälte, Juristen und Wirtschaftsprüfer.

2.1 Unternehmensberater

In der Pre- und Postakquisitionsphase ziehen Unternehmenskäufer bzw. -verkäufer häufig Unternehmensberater zu Rate. Während eingangs die Entwicklung einer in sich schlüssigen Unternehmens- bzw. Akquisitionsstrategie – was ggf. auch die Identifizierung eines oder mehrerer Akquisitionskandidaten einschließt – im Mittelpunkt der Beratung steht, geht es nach dem Übergang der Kontrolle mehr um Fragen der organisatorischen Integration und damit der Suche nach Wegen zur Verwirklichung strategischer und operativer Synergien. Insbesondere die Problemkreise der Integrationsphase setzen ein hohes Maß an organisationstheoretischem Fachwissen voraus, das die psychologischen Prozesse bei den betroffenen Mitarbeitern, das Aufeinanderstoßen unterschiedlicher Unternehmenskulturen, die Entwürfe einer strukturellen Integration und nicht zuletzt die Steuerung der politischen Prozesse innerhalb der beteiligten Unternehmen abdeckt. Da die Integration häufig mit größeren Investitionen in das gekaufte Unternehmen verbunden ist, wird durch den Käufer häufig ein neues Controlling-System installiert, das unter anderem ein effizientes Post-Merger-Controlling ermöglichen soll. Um den Integrationsfortschritt in den einzelnen Bereichen erkennen und steuern zu können, muss der Managementberater auch über das entsprechende Funktionalwissen (Einkauf, Produktion, Marketing usw.) verfügen.

Über diese als angestammtes Geschäft zu bezeichnenden Tätigkeiten hinaus versuchen Management Consultants in zunehmendem Maße ihre Klienten auch während der Transaktion per se zu begleiten. Als Verkaufsargument gegenüber dem Kunden wird der Vorteil der „Beratung aus einer Hand“ angeführt, was insbesondere bei kleinen Transaktionen in gewissem Maße nachvollziehbar ist. Auf der anderen Seite ist die Qualität der Strategieentwicklung in diesen Fällen dahingehend in Frage gestellt, dass die Managementberatung ihre eigenen Interessen verfolgen kann und eine Akquisitionsstrategie nur dann empfiehlt, wenn sie mit einer Mandatierung rechnen kann. Ein weiterer Konflikt besteht im Falle eines Verkaufsmandates, das im Erfolgsfall den Verlust eines Beratungskunden zur Folge haben kann. Da es sich bei den in die M&A-Domäne strebenden Unternehmensberatern vor allem um international agierende Gesellschaften mit einem großen Kundenstamm handelt, besteht zusätzlich die Gefahr, dass sowohl das Käufer- als auch das Verkäuferunternehmen zu ihrer Klientel zählt, was ein hohes Konflikt-potential aufwirft.

2.2 M&A-Spezialisten

Die klassischen M&A-Berater begleiten im Allgemeinen den gesamten technischen Prozess einer Transaktion, wobei sie bei kleineren Mandaten als engste Vertraute des Managements diese Funktion oft allein ausüben. Bei größeren Mandaten ziehen sie weitere Spezialisten wie Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und Steuerberater, die auf ihren Gebieten über ein detaillierteres Know How verfügen, in den Prozess mit ein.

Zu diesen Spezialisten zählen in Deutschland angelsächsische Investment- und Merchant-Banken, die über Corporate Finance- bzw. M&A-Abteilungen verfügen. Sie konzentrieren sich in erster Linie auf Mandate mit hohem Transaktionswert, wobei sie auf Grund ihrer internationalen Ausrichtung insbesondere bei Cross Border-Transaktionen einen Wettbewerbsvorteil besitzen. Ebenso bieten mehrere deutsche Universalbanken M&A-Beratungsleistungen an, was teilweise durch organisatorisch eigenständige Tochtergesellschaften wahrgenommen wird. Dies ist nicht zuletzt durch die Absicht, Kunden mit starken Beziehungen zu anderen Banken leichter für sich gewinnen zu können, erklärbar, hängt jedoch auch damit zusammen, dass das als multidisziplinär anzushende M&A-Geschäft eher im Konflikt zur klassischen Bankenkultur steht und die dort üblichen Gehälter in der Regel deutlich über dem Gehaltsgefüge einer Bank liegen. Der Aufbau bzw. die Erweiterung des M&A-Geschäftes ist natürlich auch über eine Akquisition denkbar, was einige deutsche Banken durch den Kauf einer englischen Merchant- oder Investmentbank praktizierten. Schließlich sind die großteils nach Austritten leitender M&A-Berater aus einer der vorgenannten Banken neugegründeten M&A-Boutiquen zu nennen. Diese verfügen zwar ebenfalls über einen hohen Grad an Professionalität und Know How, können jedoch insbesondere im Vergleich zu den angelsächsischen Banken nicht auf ein internationales Filialnetz und entsprechende Recherchiermöglichkeiten zurückgreifen, was man teilweise durch Kooperationen auszugleichen versucht. In dieser Gruppe sind aus Kapazitätsgründen häufig Spezialisierungen der Berater auf einzelne Branchen oder „Produkte“ zu beobachten, die sicherlich auch auf die insgesamt gestiegene Anzahl von M&A-Beratern und die damit verbundene Notwendigkeit der Positionierung zurückzuführen ist. Durch eine Konzentration auf beispielsweise die Pharma- oder Elektronikindustrie sind diese M&A-Consultants in der Lage, ihre durch ein gewachsenes Netz von Beziehungen zu Schlüsselpersonen und potentiellen Unternehmenskäufern ergänzte Branchenkenntnis derart einzusetzen, dass sie aktiv nach Objekten bzw. Käufern für ihre Klienten Ausschau halten bzw. Ideen eigenständig entwickeln und an potentielle Klienten herantragen und somit viele Deals mitinitiieren können. In gleicher Weise kristallisieren sich auch Spezialisierungen auf einzelne Transaktionsformen wie Management Buy Outs oder Leveraged Buy Outs und auf Cross Border-Transaktionen mit bestimmten Ländern heraus.

Das im Zusammenhang mit der Durchführung einer Transaktion stehende Leistungsspektrum eines M&A-Beraters umfasst die folgenden Aktivitäten:

- Analyse der relevanten Unternehmens- und Branchenstrukturen, Durchführbarkeitsanalyse,
- Analyse von Handlungsalternativen unter Berücksichtigung der individuellen Ziele des Mandanten,
- Vorprüfung kartell- und sonstiger aufsichtsrechtlicher Fragen durch Beauftragung von Rechtsanwälten,
- Durchführung der →Due Diligence,
- Bewertung des Unternehmens mit verschiedenen Bewertungsmethoden unter Berücksichtigung der Ergebnisse der Due Diligence sowie steuerrechtlicher Gestaltungsmöglichkeiten,
- Erstellung von relevanten Dokumentationen und Memoranden,
- Erarbeitung einer geeigneten Finanzierungsstruktur,
- Bestimmung der Verhandlungsstrategie,
- Erstellung von Fairness Opinions,
- Präsentation der Ergebnisse vor den relevanten Gremien,
- Verhandlungen mit den Parteien im Auftrage des Mandanten,
- Entwurf der maßgeblichen Konditionen der Transaktion,
- Koordination aller an der M&A-Transaktion beteiligten Experten.

Alternativ zum letztgenannten Punkt, bei dem der M&A-Berater als Systemführer fungiert, ist auch denkbar, dass ein M&A-Berater auf Grund des beim Kunden vorhandenen M&A-Know Hows nur als „Komponentenlieferant“ auftritt und einzelne Aktivitäten bei der Durchführung einer Transaktion beisteuert. Dies kann sogar so weit gehen, dass der M&A-Consultant nur als „Ideenlieferant“ dient und die Transaktion von der M&A-Abteilung des Mandanten durchgeführt wird. Unabhängig davon ist es für den erfolgreichen Abschluss einer Transaktion unerlässlich, dass die teilweise parallel ablaufenden Aktivitäten, in die verschiedene Beteiligte involviert sind, professionell koordiniert werden, um letztlich auch eine schnelle Durchführung des Projektes zu gewährleisten. Die dabei entstehende Kommunikationsfunktion erstreckt sich nicht nur auf die direkt am Transaktionsprozess Beteiligten, sondern auch auf die letztlich von der Transaktion Betroffenen. Den internen und externen Stakeholdern der involvierten Unternehmen muss der Vorgang mit dem Ziel erklärt werden, Vertrauen in die neuen Eigentümerinteressen und Managementstrukturen zu schaffen, was Aufgabengebiet einer auf M&A-Fragen spezialisierten Kommunikationsberatung sein könnte.

Bei der Auswahl des M&A-Beraters im konkreten Fall muss abgeschätzt werden, welchen Zusatznutzen der Berater auf Grund seines spezifischen Länder-, Branchen-, Funktion-, und Prozesswissens generieren kann. Auf Grund der Intransparenz des Marktes und der Komplexität der Problemstellungen, die häufig in der Ausgangssituation noch nicht hinreichend bekannt sind, ist diesbezüglich eine optimale Entscheidung fast unmöglich. Gerade im mittelständischen Bereich werden viele Mandate auf Empfehlung von Geschäftsfreunden vergeben, ohne weitere in Frage kommende M&A-Berater auf ihre individuellen Fähigkeiten zu untersuchen. Wichtige Anhaltspunkte können diesbezüglich so genannte Beauty Contests liefern, in denen M&A-Consultants dem potentiellen Mandanten ihre generellen und fallspezifischen Kompetenzen und Stärken im Wettbewerb präsentieren. Dabei ist es natürlich von Vorteil, wenn man als Berater auf Referenzen erfolgreich abgewickelter Transaktionen in dem jeweiligen Land oder in der jeweiligen Branche verweisen kann. Dass die erfolgreiche Durchführung eines Mandates das beste Argument für einen M&A-Berater darstellt, unterstreicht auch die Tatsache, dass auf dem Markt für Unternehmenskontrolle aktive Firmen häufig auf den gleichen M&A-Spezialisten zurückgreifen. Auf dieser Logik baut auch die von M&A-Beratern häufig gewählte Werbeform der „Tombstones“ auf, d. h. Zeitungsanzeigen, in denen auf von dem jeweiligen Berater begleitete Transaktionen hingewiesen wird. Eine gewisse Vergleichbarkeit der einzelnen Häuser versprechen die insbesondere im angelsächsischen Raum verbreiteten Leaguetables, die die M&A-Berater nach den Kriterien „Anzahl der abgeschlossenen Transaktionen“ und „Transaktionswert“ auflisten. Ein Beispiel für einen Leaguetable stellt Abb. 1 dar.

Abb. 1: Top M & A-Berater bei 1995 abgeschlossenen Transaktionen mit deutscher Beteiligung

M & A-Berater	Anzahl der durchgeführten Transaktionen	Transaktionsvolumen in Mrd. DM
Deutsche Morgan Grenfell	30	14,0
Goldman Sachs	18	13,5
CSFB	14	13,0
J. P. Morgan	8	13,0
Lehman Brothers	6	13,0
Morgan Stanley	5	16,0
J. Henry Schroder	6	3,5
West Merchant Bank	5	2,4*
Robert Fleming	5	2,5
Merrill Lynch	3	3,0*
BZW	3	2,7
Rothschild	1	1,5
Kleinwort Benson	9	1,4

* ohne nicht-veröffentlichte Transaktionen
Quelle: Börsen-Zeitung

Im Allgemeinen ist die Erstellung von Leaguetables mit Problemen bei der Datenerhebung verbunden. Insbesondere in Deutschland ist man auf Grund der mangelnden Markttransparenz auf die Angaben der betroffenen Berater angewiesen. Im vorliegenden Beispiel wurden nur M&A-Berater aufgenommen, die 1995 ein Gesamttransaktionsvolumen von mindesten 1 Mrd. DM erreichten. Damit wurden kleinere M&A-Beratungen, die allein auf Grund des Kriteriums „Anzahl der durchgeführten Transaktionen“ höher einzustufen gewesen wären, nicht berücksichtigt. Darüber hinaus ist auch auf die kurzfristige Gültigkeit dieser Tabellen hinzuweisen. Auf Grund einzelner herausragender Transaktionen kann sich die Reihenfolge der Berater von einem Jahr zum anderen substantiell verändern.

Allerdings ist es auf Grund der fallspezifischen Konfiguration der einzelnen Transaktion fragwürdig, ob die Durchführung von Transaktionen in der Vergangenheit als Indikator für eine optimale Durchführung zukünftiger Deals ausreichend ist. Wie bereits angeklungen ist, besitzt jeder Berater neben seinen individuellen Stärken auch Nachteile, so dass es nicht darum gehen kann, den perfekten Berater zu wählen, sondern denjenigen, der für das anstehende Projekt die M&A-spezifischen Kompetenzen des Unternehmenskäufers bzw. -verkäufers bestmöglich ergänzt. In diesem Zusammenhang ist natürlich auch entscheidend, aus welchen Mitarbeitern einer M&A-Beratung im Einzelfall das Beratungsteam zusammengesetzt wird. Ein Klient wird sich sicherlich nicht optimal betreut fühlen, wenn er das Mandat auf Grund einer von erfahrenen Professionals durchgeführten Präsentation erteilt und anschließend von einem jungen Team eher unerfahrener Berater im Transaktionsprozess begleitet wird.

Letztendlich ist natürlich auch der Preis für die in Anspruch genommene Dienstleistung ein wichtiges Kriterium bei der Auswahl des M&A-Consultants. In den USA setzte sich zunächst die nach ihrem Erfinder benannte Lehman-Formel durch, die erfolgsabhängig eine gestaffelte prozentuale Vergütung vorsieht (für die erste Million US$ Kaufpreis werden 5%, für die zweite 4%, für die dritte3 %, für die vierte 2% und für jede weitere Million 1% veranschlagt). Diese Vorgehensweise fand auch in Deutschland in einer modifizierten Form Anwendung (2,5-4,5% für die ersten 10 Mio. DM, 1,5-3% für den Bereich von 10 bis 50 Mio. DM und 0,75-1,75% für den 50 Mio. DM übersteigenden Transaktionswert), allerdings haben sich heute im allgemeinen flexiblere und damit kompliziertere Vergütungsstrukturen durchgesetzt, die im individuellen Fall oft Ergebnis eines Verhandlungsprozesses zwischen Klient und Berater sind. Grundsätzlich ist hier zwischen einer aufwandsbezogenen Komponente (Retainer Fee) und einer erfolgsbezogenen Komponente (Success Fee), die nach erfolgreicher Durchführung der Transaktion anfällt, zu unterscheiden. Einige Häuser erheben bereits bei Auftragserteilung eine so genannte Sign-Up Fee, die als Vergütung einer ersten Analyse oder der allgemeinen Researchtätigkeiten gesehen werden kann. Diese Einstiegsgebühr kann bei einigen Beratern auf eine später vorgesehene Success Fee angerechnet werden. Damit erfüllt sie auch eine Funktion zur Überprüfung der Ernsthaftigkeit der Kauf- bzw. Verkaufsabsichten des Mandanten. Auf die Erhebung einer

Retainer Fee verzichten die wenigsten Berater, allerdings kann deren Gestaltung ebenfalls unterschiedlich erfolgen. Hier besteht die Möglichkeit, sie als Fixbetrag zu formulieren oder alternativ zeitgebunden (pro Arbeitsstunde, Manntag oder als Monatspauschale) während des gesamten Mandates zu erheben, wobei die zeitgebundene Vergütung durch eine Minimum- bzw. Maximumgebühr näher spezifiziert werden kann. Schließlich ist eine leistungsbezogene Vergütung für den Abschluss einzelner Prozessabschnitte (z. B. Kontaktaufnahme, Erstellen einer Unternehmensbroschüre usw.) denkbar. Auch bei der Retainer Fee lassen viele M&A-Berater eine prozentuale Anrechenbarkeit auf die Success Fee zu, was den flexiblen Charakter der aufwandsgebundenen Honorarkomponente unterstreicht. Die Vorgehensweise bei der Success Fee entspricht in den meisten Fällen der Methodik der Lehman-Formel, d. h., es werden vom Kaufpreis abhängige gestaffelte Prozentsätze veranschlagt, wobei die Intervalle, innerhalb derer ein Satz berechnet wird, und die Höhe der Sätze stark differieren können. Diese Unterschiede sind jedoch teilweise durch die Ausgestaltung der Retainer Fee zu erklären, so dass die Berater, die sich nur auf eine erfolgsabhängige Vergütung stützen, hier mit tendenziell höheren Sätzen operieren. Alternativ zu einer anteiligen Vergütung ist es auch üblich, im Erfolgsfall einen fest vereinbarten Betrag an den Berater zu zahlen, was insbesondere bei kleinen Transaktionen praktiziert wird. Schließlich lässt sich ein Teil der Berater eine Break-Up Fee für den Fall vertraglich zusichern, in dem der Erfolg der Übernahmeverhandlungen durch den Mandanten selbst verhindert wird. Auch hier kann die Ausgestaltung stark differieren und muss im Zusammenhang mit den restlichen Vereinbarungen des Beratervertrages gesehen werden. Verständlicherweise gewinnt eine Break-Up Fee für einen M&A-Berater besonders dann an Bedeutung, wenn seine Honoraransprüche vorwiegend auf einer Success Fee basieren.

Durch die Bindung der Vergütung an das Transaktionsvolumen besteht z. B. bei einem Verkaufsmandat für den M&A-Berater ein zusätzlicher Anreiz, im Interesse seines Mandanten einen möglichst hohen Verkaufspreis anzustreben. Diese Vorgehensweise liegt zwar in der Natur der Aufgabe des M&A-Beraters, parteiisch für seinen Mandanten zu agieren, sie führt jedoch auf Grund der asymmetrischen Informationsverteilung immer wieder – besonders, wenn es sich um transaktionsunerfahrene Akquisiteure ohne Beraterunterstützung handelt – zu der Realisierung eines überhöhten Kaufpreises. Damit ist in diesen Fällen der Misserfolg für den Käufer bereits vorprogrammiert, was soweit führen kann, dass der Fortbestand des Unternehmens gefährdet ist. Bei Kaufmandaten ergibt sich für den M&A-Consultant ein fundamentaler Interessenkonflikt, wenn er erkennt, dass eine geplante Akquisition langfristig wenig Erfolg versprechend ist, sein Honorar und im Extremfall sein Arbeitsplatz jedoch von der Durchführung der Transaktion abhängen. Entsprechend den Vorstellungen der M&A-Berater besteht ihre originäre Hauptaufgabe in der optimalen Durchführung der Transaktion, gleichzeitig gehört es zu den Anforderungen an einen guten Berater, seinem Klienten von unvorteilhaften Transaktionen abzuraten. So kann eine fallspezifische Gewichtung der aufwandsbezogenen und der erfolgsabhängigen Komponenten des Honorars zur Interessenwahrung des Mandanten beitragen.

Ebenfalls zu den M&A-Spezialisten sind die Unternehmensmakler zu rechnen, über die vor allem kleinere Transaktionen abgewickelt werden. Sie treten in der Regel als Vermittler zwischen Käufer und Verkäufer auf, womit sie im Gegensatz zum M&A-Berater für beide Seiten tätig sind und nur eingeschränkt eine Beraterfunktion wahrnehmen. Die Schwerpunkte der Tätigkeiten liegen in der Kandidatensuche, der Kontaktaufnahme und der Verhandlungsführung und weniger in der Strukturierung der Transaktion und der Beratung während der Durchführung. Diese Fokussierung auf einzelne Tätigkeiten im Prozess eines Unternehmenskaufes liegt auch in deren Größe begründet. Von wenigen bedeutenden Maklerbüros abgesehen, handelt es sich in der Mehrzahl um kleine Mittlerbüros, die lokal tätig sind. Nicht unerwähnt bleiben sollen die zahlreichen freischaffenden pensionierten Vorstände und Gelegenheitsvermittler, die unter dem Strich betrachtet eine nicht unerhebliche Anzahl von Transaktionen anbahnen. Interessenkonflikte ergeben sich für den Makler aus der Tatsache, dass er in der Regel für beide Seiten tätig ist und die Interessen beider Parteien zu berücksichtigen hat. Er wird in der Regel auch von beiden Seiten entlohnt, wobei diese Vergütung fast ausnahmslos erfolgsabhängig gestaltet wird. Damit lässt sich sicherlich das häufig als aggressiv empfundene Auftreten professionel-

ler Unternehmensmakler erklären und auch vermuten, dass der Makler seltener als der M&A-Consultant von kaum Erfolg versprechenden Übernahmevorhaben abraten wird. Ein weiteres Problem liegt in der Wahrung der Diskretion, die bei Einschaltung eines Maklers eher gefährdet ist als bei der Beschäftigung eines nur auf einer Seite mandatierten Beraters. Ersterer spricht parallel eine Vielzahl von potentiellen Käufern oder Verkäufern an, während der M&A-Professional eine gezielte Ansprache der Unternehmen wählt, die aus seiner Sicht an der jeweiligen Transaktion interessiert sind. Positiv angerechnet wird den Maklern wiederum ihre hohe Abschlussbezogenheit.

2.3 Weitere Akteure

Insbesondere bei größeren oder auf Grund der Ausgangskonstellation komplizierten Transaktionen werden im Verlaufe des M&A-Prozesses weitere auf einzelne Problemkreise spezialisierte Dienstleister involviert. Ihre Einbeziehung kann punktuell erfolgen, von ihrem Beitrag kann jedoch der Erfolg der gesamten Transaktion abhängen. Zu diesen Dienstleistern, die bei Unternehmensübernahmen Support Services erbringen, zählen die Rechtsanwälte, deren Mitwirken sich insbesondere bei der Formulierung des Letters of Intent, der Vertragsgestaltung und der Vorbereitung der notariellen Beurkundung des Kaufvertrages anbietet. Darüber hinaus ist es ihre Aufgabe, die Rechtsverhältnisse und Statuten der beteiligten Gesellschaften auf Kompatibilität und eventuelle Hindernisse zu überprüfen und eine rechtliche Due Diligence durchzuführen. Ihr Know How ist bei der Klärung gesellschaftsrechtlicher, arbeitsrechtlicher und kartellrechtlicher Fragen, insbesondere wenn es sich um grenzüberschreitende Transaktionen handelt, gefordert. Auf Grund der Vielfältigkeit der durch eine Unternehmensübernahme tangierten rechtlichen Vorschriften sind es vor allem größere Wirtschaftskanzleien, die sich unter anderem auf die juristische Begleitung von Unternehmenskäufen spezialisiert haben.

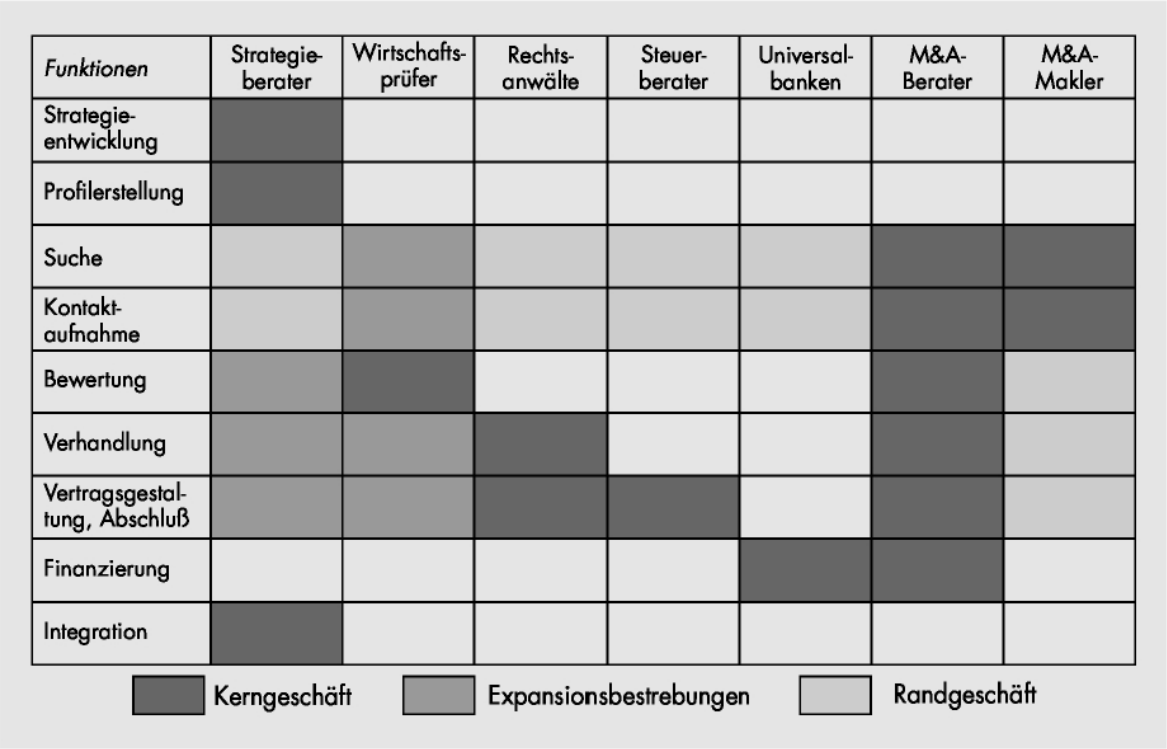
In ähnlicher Weise erbringen Steuerberater einen Value Added, indem sie für eine steueroptimale Gestaltung der Transaktion sorgen. Um die Steuerbelastung, die durch die Transaktion anfällt, zu minimieren, müssen vor dem Hintergrund der Eigentumsverhältnisse in erster Linie die Übergangsform des Unternehmens (Share Deal oder Asset Deal) sowie die Abschreibungszeiträume geplant werden. Die Stärken des Wirtschaftsprüfers liegen in der Analyse der Finanzsituation und der Rechnungslegung einer Gesellschaft. Konsequenterweise liegen seine Hauptaufgaben einerseits in der Durchführung einer Due Diligence und andererseits in der Bewertung des Kaufobjektes als Teil der Preisfindung. Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und Steuerberater treten über ihre Funktion der Bereitstellung von spezialisierten M&A-Services teilweise auch als eigenständige M&A-Berater auf. Einige große Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit internationaler Infrastruktur haben in den letzten Jahren diese Anstrengungen intensiviert und M&A-Abteilungen aufgebaut, in denen sie gezielt einen Full Service anbieten und damit in direkte Konkurrenz mit den klassischen M&A-Beratern treten. Für diese eher aus einer Beratungstradition stammenden Unternehmen entsteht hier neben dem Fehlen einer M&A-Kultur ein weiteres Konfliktpotential. So sind bei der Übernahme von Kaufmandaten Probleme vorgezeichnet, wenn das Zielunternehmen durch die Mutter geprüft wird. Darüber hinaus besteht für den Wirtschaftsprüfer analog zu den Steuerberatern und Rechtsanwälten die Gefahr, durch die Begleitung eines Verkaufsmandates einen Kunden zu verlieren.

Auch wenn sie eine wichtige Gruppe innerhalb der M&A-Berater darstellen, bieten nur wenige der in Deutschland ansässigen Banken Beratungsdienstleistungen bei Mergers & Acquisitions an. Umso mehr sind sie als Komponentenlieferanten gefragt, wenn es um die Finanzierung von Transaktionen geht. Die Finanzierung von Unternehmenskäufen insbesondere im Mittelstandsbereich stellt oft eine schwierige Aufgabe dar. Die Eigen- und Fremdmittel des Käufers reichen oft nicht aus, um den Kapitalbedarf zu decken, so dass ein erheblicher Finanzierungsbedarf besteht. Für die Beschaffung der nötigen Eigenmittel bietet sich für börsennotierte Gesellschaften die Kapitalerhöhung an, bei deren Planung und Realisierung im Allgemeinen eine Bank eingeschaltet wird. Unternehmen, denen der Zugang zum Kapitalmarkt fehlt, können durch die Aufnahme neuer Gesellschafter ihre Eigenkapitalbasis erweitern, was vorzugsweise durch die Aufnahme stiller Gesellschafter realisiert wird, um eine

teilweise Abgabe des Einflusspotentials zu verhindern. Auch hierfür sind Kreditinstitute über ihre Venture Capital- und Beteiligungsgesellschaften prädestiniert. Eine Variante besteht darin, dass Banken selbst für eine gewisse Zeitdauer Anteile des erworbenen Unternehmens übernehmen. Bei der Beschaffung von langfristigem Fremdkapital durch Bankkredite, Schuldscheindarlehen oder öffentliche Förderprogramme (Subventionen, Finanzierungshilfen) sind sie ebenfalls Hauptansprechpartner. Schließlich können Banken im Anschluss an die Übernahme als Folgefinanzierer der neuerworbenen Gesellschaft fungieren.

Die hier erwähnten externen Akteure bei Unternehmenskäufen schließen die potentielle Liste der Beteiligten nicht ab. So ist es gerade bei größeren Transaktionen denkbar, dass weitere Sachverständige, wie z. B. Umweltexperten, in den Prozess einbezogen werden. Abb. 2 gibt noch einmal einen idealtypischen Überblick über die Funktionen der wichtigsten Beteiligten während einer Transaktion.

Abb. 2: Systematisierung von Funktionen und M & A-Dienstleistern



3 *Ausblick*

Der vorhergehende Abschnitt hat gezeigt, dass der deutsche M&A-Markt auch auf der Seite der Dienstleister von einer gewissen Intransparenz geprägt ist. Zum einen ist in vielen Fällen für einen unerfahrenen Kunden unklar, welchen Serviceumfang der einzelne M&A-Dienstleister anbietet. Weitaus schwerer wiegt, dass er, soweit er noch keine Erfahrungen mit verschiedenen Beratern gemacht hat, die Qualität eines M&A-Dienstleisters nur sehr eingeschränkt abschätzen und den zu erwartenden Nutzen nicht in Relation zu den geforderten Honoraren setzen kann. Für die Mehrzahl der Eigner stellt der Verkauf ihres Unternehmens einen einmaligen Vorgang dar, weshalb es für sie im Normalfall unmöglich ist, solche Erfahrungen persönlich zu machen. Auch der Kauf eines Unternehmens steht bei den meisten Akteuren in der deutschen Unternehmenslandschaft nur selten auf der Agenda. So wird sich auch in Zukunft eine Vielzahl der Käufer und Verkäufer von Unternehmen auf Empfehlungen oder bestenfalls Beauty Contests verlassen müssen, womit der Relationship-orientierte Charakter der M&A-Beratung in Deutschland weiterbestehen wird (→Relationship Banking), in der der Aufbau

einer Vertrauensbasis zwischen dem M&A-Berater und dem potentiellen Kunden für die Mandatierung ausschlaggebend ist. (In Abgrenzung dazu spricht man im angelsächsischen Raum von einer Deal-orientierten Beratung. Hier sind eine hohe Transaktionsfrequenz und ein Konditionenwettbewerb als entscheidende Kriterien für die Mandatierung zu nennen).

Große Konzerne, die auf Grund der bisher von ihnen durchgeführten Transaktionen ein eigenes M&A-Know How aufbauen, werden immer seltener auf die Dienste von M&A-Beratern zurückgreifen, womit sich insbesondere bei großvolumigen Transaktionen der Konkurrenzdruck zwischen den M&A-Consultants weiter erhöhen dürfte. Diese Entwicklung manifestiert sich nicht zuletzt auch in den vielen Übernahmen, die in der Branche selbst stattgefunden haben. Am Finanzplatz London erwarben ausländische Banken die traditionellen britischen Merchantbanken, um sich gegenüber den amerikanischen Investmentbanken zu behaupten. Um ihre ehrgeizigen Pläne umzusetzen, werben zudem einzelne Häuser ganze Beraterteams von Mitbewerbern ab, was nicht nur zur Schwächung letzterer beiträgt, sondern auch das Gehaltsgefüge in der Branche durcheinander bringt. Als Reaktion auf den verstärkten Konkurrenzdruck haben bereits einige angelsächsische Häuser, die sich in der Vergangenheit auf große Deals konzentrierten, begonnen, ihren Aktionskreis auf den gehobenen Mittelstand auszuweiten. In diesem Marktsegment bewegen sich jedoch bereits M&A-Boutiquen und deutsche Geschäftsbanken bzw. deren M&A-Töchter. Darüber hinaus drängen einige Wirtschaftsprüfungsgesellschaften oder Unternehmensberater durch die Ausweitung ihrer Aktivitäten in diesen Bereich, so dass auch hier der Kampf um die Mandate härter wird. Es ist nicht zu erwarten, dass diese konkurrenzverstärkenden Tendenzen allein durch den erhöhten Beratungsbedarf auf Grund der Zunahme grenzüberschreitender Transaktionen oder die anstehenden Unternehmensübernahmen im Rahmen der Nachfolgeproblematik abgefedert werden können.

Für die M&A-Berater bieten sich verschiedene Lösungsansätze an, durch die sie versuchen können, den Kuchen wieder zu vergrößern. Angesichts der niedrigen Beratungsquote bei Unternehmensübernahmen in Deutschland werden in den kommenden Jahren sicherlich die Anstrengungen verstärkt werden, diese zu erhöhen. Man wird sich an den Gedanken gewöhnen müssen, dass die M&A-Berater in der Mehrzahl dieser Fälle keinen Full Service werden verkaufen können. Man wird in Zukunft auch kleinere Mandate annehmen müssen, um dort die jeweils nachgefragten Komponenten zur Durchführung der Transaktion beizusteuern. Bei diesen eher als standardisiert zu bezeichnenden Leistungen wird sich der Wettbewerb über den Preis regeln. Daneben werden M&A-Berater noch stärker als bisher Transaktionen andenken und an potentielle Käufer bzw. Verkäufer herantragen, was tendenziell zu einer besseren Transparenz des Marktes führen wird. Ein Problem in diesem Zusammenhang ist allerdings die Honorierung dieser Vordenker- und Vorbereiterfunktion, denn selbst bei einem Zustandekommen der Transaktion ist nicht gewährleistet, dass der jeweilige Berater auch bei der Begleitung zum Zuge kommt. Hier werden sich in der Praxis Usancen entwickeln müssen, mit denen beide Seiten leben können.

Neben der Ausrichtung auf neue Kundengruppen und die proaktive Initiierung von Transaktionen ist auch an eine Erweiterung der Dienstleistungspalette zu denken. In diesem Zusammenhang kann an eine stärkere Beratung börsennotierter Gesellschaften über prophylaktische Abwehrmaßnahmen gedacht werden. Da die meisten im anglo-amerikanischen Bereich entwickelten und dort auch zur Anwendung kommenden Abwehrmaßnahmen in Deutschland auf Grund des im Aktiengesetz festgelegten Gleichbehandlungsgrundsatzes nicht ein-setzbar sind, kommt vorbeugenden Maßnahmen, wie der Pflege der Shareholder Relation, ein erhöhtes Gewicht zu. Ein weiteres Aufgabengebiet ergibt sich in einer transaktionsbegleitenden Kommunikationsberatung, die den Diskurs mit den internen und externen Stakeholdern über die mit der Transaktion verfolgten Intentionen und die zu erwartenden Veränderungen zum Inhalt hat. Durch die stärkere Gewichtung der Kommunikationsfunktion würde auch der Tatsache mehr Rechnung getragen, dass es sich bei Mergers & Acquisition trotz aller Konzentration auf die finanziellen Aspekte letztendlich um ein People Business handelt.

Günter Müller-Stewens

Ergänzende Stichwörter

Auskunft . Buy Out: Erscheinungsformen . Kapitalmarkt: Grundlagen . Merger & Acquisition: Grundlagen . Merger & Acquisition: Transaktionsdurchführung . Unternehmensrestrukturierung

Literatur

Behrens, R. (1993), Das Beteiligungsgeschäft - Qualitätsanforderungen an den erfolgreichen M&A-Berater, in: Frank, G.-M., Stein, I. (Hrsg.), Management von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart, S.163-177.
Blankenburg, D. (1996), Die Rolle der M&A-Beratung beim Unternehmenskauf, in: M&A Review, S. 214-220.
Brass, H., Caytas, I., Mahari, J. (1991), Consulting bei Mergers & Acquisitions in Deutschland, Stuttgart.
Merz, H. (1994), Berater und Mittier bei Unternehmensverkäufen und Fusionen, München.
Müller-Stewens, G., Schreiber, K (1993), Organisation des Akquisitionsprozesses, in: Die Unternehmung, S. 275-292.
Schmitz, R. (1993), Mergers & Acquisitions-Beratung als Bankdienstleistung, Wiesbaden.
Storck, J. (1993), Mergers & Acquisitions - ein Wachstumsmarkt?, in: Juncker, K, Priewasser, E. (mag.), Handbuch Firmenkundengeschäft, Frankfurt a. M., S. 567-596.