

Dahm, Hans/Müller-Stewens, Günter: Besonderheiten des M&A-Geschäfts in der Bundesrepublik Deutschland, in; Hanzel, N./Wunderbaldinger, E. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Austria, Wien 1993 S.327-369

Hans Dahm / Günter Müller-Stewens¹

**Besonderheiten des M&A-Geschäftes in der
Bundesrepublik Deutschland**

Inhalt:

1.	Überblick über den bundesdeutschen M&A-Markt	330
1.1	Motive für den Kauf und Verkauf von Unternehmen	330
1.2	Die deutsche Takeover-Bid-Szene: Potentiale und Grenzen	333
1.3	Die M&A-Dienstleister in Deutschland	335
1.4	Strategische Allianzen mit deutschen Partnern	340
1.5	Die MBO/MBI/LBO-Strukturierung in Deutschland	340
2.	Strukturelle Spezifika des deutschen Marktes	341
2.1	Die aktivsten Käuferbranchen	344
2.2	Die begehrtesten Targetbranchen	345
2.3	»Akquisitionskönige«	346
2.4	Cross-Border-Aktivitäten bundesdeutscher Käufer- und Verkäuferunternehmen	351
3.	Rechtliche Besonderheiten	355
3.1	Zur Bedeutung der Rechtsform der beteiligten Unternehmen	355
3.2	Rechtliche Rahmenvorgaben für Fusionen und Akquisitionen	356
3.3	Arbeitsrecht	357
3.4	Wettbewerbsrecht	358
3.4.1	Unternehmenszusammenschlüsse im Sinne des Gesetzes	358
3.4.2	Anzeigepflicht beim Zusammenschluß von Unternehmen	359
3.4.3	Anmeldung von Zusammenschlußvorhaben	359
3.4.4	Die Untersagung von Zusammenschlüssen	360
3.4.5	Rechtsmittel	361
3.4.6	Die europäische Dimension	361

¹ Für die Mitarbeit bei der Erstellung dieses Beitrages danken wir Christoph Hermsen, Hermann Rock, Jürgen Salecker und Jürgen Spickers.

4.	Steuerrechtliche Bestimmungen	363
4.1	Einkommensteuer	363
4.2	Gewerbesteuer	364
4.3	Körperschaftsteuer	365
5.	Deutsch-österreichische Transaktionen	366

Während in den USA das Geschäft der Unternehmenstransaktionen (Kauf, Verkauf, Fusion, LBO etc.) deutliche Einbußen erleidet, hört man in Europa von immer neuen Rekorden. Die meisten Experten gehen davon aus, daß – insbesondere motiviert durch die Vollendung des europäischen Binnenmarktes und durch die anstehende Nachfolgeproblematik in vielen mittelständischen Gesellschaften – der M&A-Boom noch lange kein Ende gefunden hat, auch wenn die ersten Großkonzerne und Industriekonglomerate bereits wieder beginnen, zu desinvestieren und zu entflechten. Die deutsche Vereinigung gibt dem Transaktionsgeschehen zusätzliche, durchaus internationale Impulse.

Sicher sind in den einzelnen Ländern Europas die Voraussetzungen für das M&A-Geschäft höchst unterschiedlich. Dies hängt zum einen mit den steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen zusammen; zum anderen aber auch mit Fragen der Industriestruktur, der Einbindung der Unternehmen in ihre Branche(n) sowie dem vorherrschenden Unternehmerethos. Auch sind die M&A-Märkte in Europa dementsprechend unterschiedlich weit entwickelt: Ausgehend von den USA, war es Mitte der 70er Jahre – angesichts der großen Zahl börsennotierter Gesellschaften und eines günstigen Kapitalmarktes – zuerst der britische Markt, auf dem sich ein professionell entwickeltes M&A-Geschäft etablieren konnte. Inzwischen haben aber Länder wie Frankreich und insbesondere auch die Bundesrepublik nachgezogen, vielleicht sogar neue Akzente gesetzt (strategische Allianzen etc.) und Führungsdynamik übernommen.

Dabei ist allerdings ein entscheidender Unterschied zwischen der deutschen M&A-Szene und der in den USA bezüglich des unternehmerischen Selbstverständnisses der Akteure festzustellen. Während die angloamerikanische Szene – bei einem hohen Maß an prozeduralem M&A-Wissen – stark von der Dominanz reinen finanzwirtschaftlichen Denkens geprägt ist, sind für deutsche Unternehmen eher langfristige unternehmerische Denkprozesse typisch: hier ist eine bemerkenswerte Affinität zur japanischen Denkweise zu verzeichnen. Dementsprechend kommt den primär spekulativen Übernahmen oder Übernahmeversuchen unterbewerteter Unternehmen nur nachrangige Bedeutung zu. Bei solchen Fällen ist die Summe der Teile mehr wert als das ganze Unternehmen. Entsprechend spekulative Transaktionen werden hierbei nur durchgeführt, um nach einer möglichst schnellen Zerschlagung des Unternehmens die einzelnen Teile gewinnbringend weiterzuverkaufen. Statt dessen stehen bei den Beteiligungsstrategien deutscher Unternehmen primär unternehmerisch motivierte M&A-Vorhaben im Vordergrund, deren Zielsetzung die Schaffung zusätzlicher Wertschöpfung durch das Zusammenlegen der Potentiale ist. Gerade in der Bundesrepublik formen sich hierbei in jüngster Zeit Transaktionsstrukturen heraus, die vom Geist des Pragmatismus und der Kooperation geprägt sind.

1. Überblick über den bundesdeutschen M&A-Markt

Die Wiedervereinigung verbunden mit der Öffnung der Ost-Märkte, eine zunehmend dominantere Rolle in der EG, eine starke Währung, eine oft mittelständisch geprägte Branchenstruktur: dies waren einige der Gründe, weshalb die deutsche Wirtschaft seit Ende 1989 einen enormen »Rückenwind« verspürte und für inländische wie auch für ausländische Investoren immer attraktiver wurde.

Obwohl Unternehmenszusammenschlüsse schon seit geraumer Zeit fester Bestandteil der wirtschaftlichen Realität der Bundesrepublik Deutschland sind, sind sie insbesondere seit Mitte der 80er Jahre im Sog der amerikanischen M&A-Welle, aber auch zur Sicherung von Markt-, Wettbewerbs- und Know-how-Positionen deutscher Unternehmen im Inland und international, in das Interesse deutscher Entscheidungsträger gerückt.² Daß es sich hierbei nicht nur um eine theoretische Auseinandersetzung mit einem Modethema handelt, sondern die praktische Relevanz dieses Phänomens tatsächlich ständig an Bedeutung gewinnt, läßt sich anhand der Anzahl der Transaktionen der letzten fünf Jahre mit Beteiligung deutscher Unternehmen und einiger spektakulärer Mega-Deals – wie z. B. dem Verkauf der Feldmühle – eindrucksvoll belegen.³ Man vergleiche dazu die Abbildung 1.

Lag die Transaktionszahl im Jahr 1985 noch bei ca. 1 350 Kapitalbeteiligungen bzw. Übernahmen und Fusionen, so konnten im Jahr 1989 bereits knapp 3 000 Transaktionen ausgewiesen werden. Ein Wert von über 1 700 Transaktionen mit Beteiligung deutscher Unternehmen im ersten Halbjahr 1990 läßt die Prognose zu, daß auch der 1989er-Wert erneut übertroffen wird und kurzfristig ein Ende des »M&A-Booms« nicht abzusehen ist. Die Gründe für diese Entwicklung sind vielschichtig und je nach Ausgangslage sehr spezifisch.

1.1 Motive für den Kauf und Verkauf von Unternehmen

Von Bedeutung ist auf der *Angebotsseite* zweifelsohne die stark mittelständisch geprägte Struktur vieler Branchen. Die Generation, die nach dem Zweiten Weltkrieg ihre Unternehmen in Deutschland aufgebaut hat, zieht sich zurück und wird oftmals zum Verkauf gezwungen, um den Fortbestand des Unternehmens zu garantieren. Die Tatsache, daß die Zahl der vom Kartellamt nicht erfaßten Transaktionen in den letzten fünf Jahren vergleichsweise stärker gestiegen ist als die der meldepflichtigen, unterstreicht das M&A-Potential von Unternehmen mittlerer Größe. Angeblich soll bei nahezu der Hälfte aller Inhaberunternehmen weder ein Erbe noch ein geeignetes bzw. am Kauf interessiertes Management zur Verfügung stehen.

2 Natürlich gab es auch schon zuvor immer wieder große Transaktionen insbesondere mit ausländischen Targets. So erwarb z. B. Tengelmann schon 1980 das amerikanische Handelsunternehmen A&P, Haniel in den USA die Scrivner-Gruppe, Thyssen die Budd-Company usw.

3 Vgl. dazu Siegert, M&A, S. 99 ff.

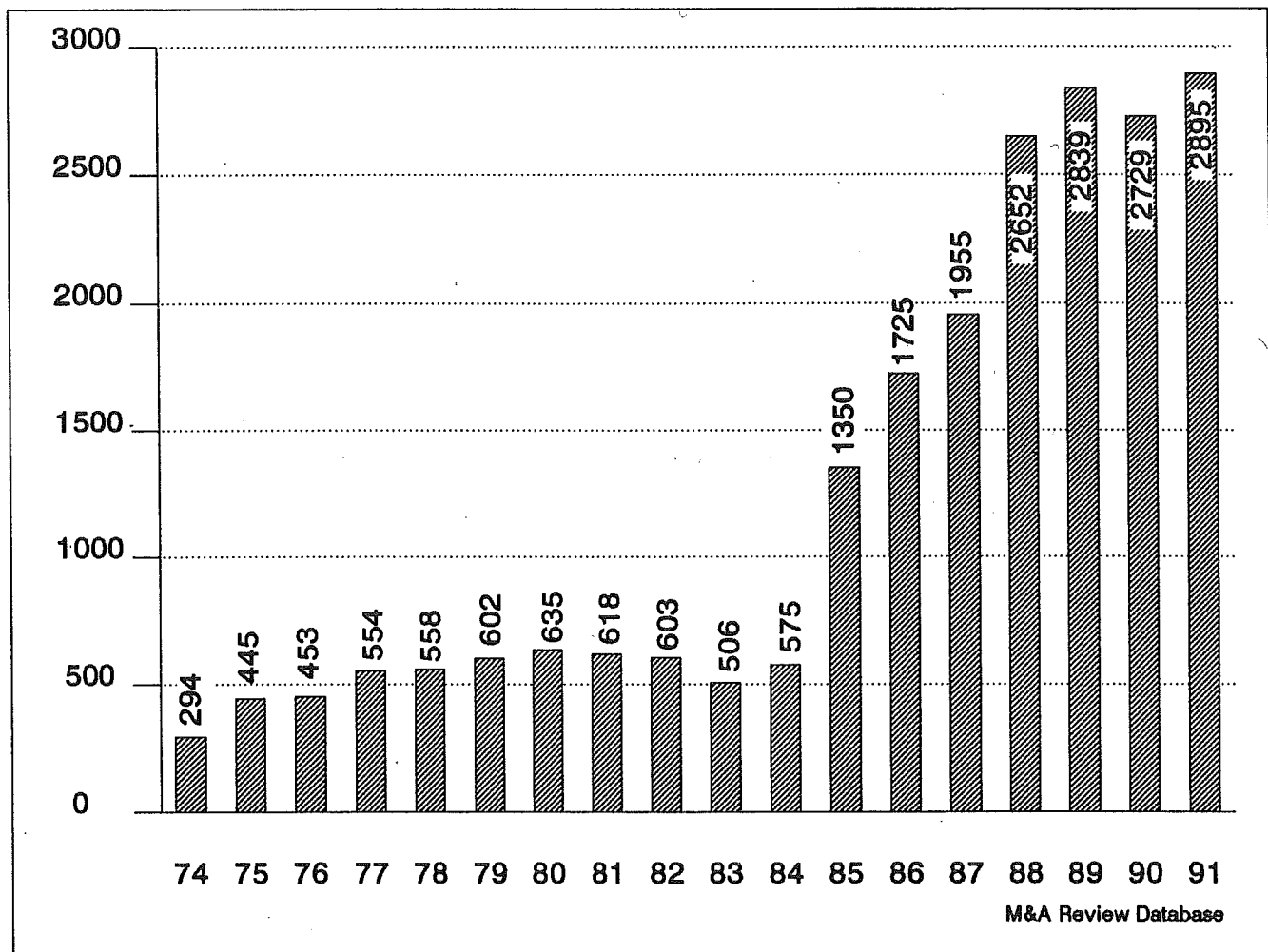


Abbildung 1: Entwicklung der Transaktionen unter deutscher Beteiligung (1974–1991)

Die weitaus meisten dieser Fälle würden dabei noch in diesem Jahrtausend akut werden.⁴

Ein weiterer Grund, der insbesondere im Jahr 1989 nicht nur deutsche mittelständische Unternehmen zum Verkauf bewegt hat, war die Steuerreform im Hinblick auf § 34 EStG,⁵ der eine Abweichung vom üblichen Steuertarif regelt (sogenannte Steuersatz- oder Tarifiermäßigung).⁶ Bis zum 31. Dezember 1989 wurden Veräußerungsgewinne im Sinne der §§ 34, 16 EStG grundsätzlich nur mit der Hälfte des durchschnittlichen Steuersatzes (an 26,5% angenähert) besteuert.⁷

Diese Vergünstigung des § 34 EStG kam 1985 ins Gerede, als Friedrich Karl Flick bei der Veräußerung seiner Firmengruppe auf diese Weise DM 1,5 Mrd. »sparte«. Seit

⁴ Vgl. z. B. Wieselhuber/Spannagl, Situation.

⁵ § 34 EStG ist in diesem Zusammenhang stets in Verbindung mit § 16 EStG zu lesen.

⁶ Vgl. Tipke/Lang, Steuerrecht, S. 381.

⁷ Von grundlegender Bedeutung für das Verständnis steuerlicher Konsequenzen ist die Unterscheidung zwischen dem sogenannten »Share-Deal« (Kauf einer Beteiligung) und dem sogenannten »Asset-Deal« (Kauf von Wirtschaftsgütern).

dem 1. Jänner 1990 sind Veräußerungsgewinne nur noch bis zu DM 30 Mio. mit dem halben durchschnittlichen Steuersatz zu versteuern; der darüber hinausgehende Betrag unterliegt dagegen dem vollen Steuersatz. Insofern hat manch ein Unternehmer verkauft, weil er die zu »verdienenden« Steuerbeträge über einen längeren Zeitraum nicht hätte erwirtschaften können. Die vielleicht spektakulärsten Verkäufe des Jahres 1989, deren Hauptursache von vielen in der Steuerreform gesehen wird, sind die Mehrheitsverkäufe der Zanders Feinpapiere an International Paper, von Boss an Leyton House, der (auch strukturell bald fällig gewordene) Verkauf von Otto Wolff an Thyssen oder die Übernahme eines Drittels der LTU durch die WestLB. Andere Inhaberunternehmen führte die Steueränderung an die Börse: steuergünstige Veräußerungsgewinne wurden hier durch den Verkauf von Anteilsscheinen erzielt. Wieder andere haben die Neuregelung umgangen, indem sie z. B. das Unternehmen an eine eigens dafür geschaffene Holding verkauft haben. Hierbei halten die Familienmitglieder an dieser GmbH nur noch jeweils weniger als 25%. Der spätere Weiterverkauf wäre dann steuerfrei.

Auf der *Nachfrageseite* ist bei der Suche nach Akquisitionsmotiven z. B. auf die gefüllten »Kriegskassen« und die hohen zukünftigen Cash-flows hinzuweisen. So sollen die zehn größten deutschen Unternehmen über DM 73 Mrd. an liquiden Mitteln verfügen. Hier stehen oft auch ausgewählte strategische Aspekte im Vordergrund: So ist die Diversifikation in neue Geschäftsfelder bei Branchen wie der Energiewirtschaft zu verzeichnen, deren Unternehmen sich durch einen wachsenden Bestand an Wertpapieren bei hoher Liquidität auszeichnen. Angesichts ausreichender Kapazitäten und der Prognose eines stagnierenden Energieverbrauchs liegen Akquisitionen in andere Branchen (oft Vorwärtsintegrationen z. B. in den Entsorgungsbereich) auf der Hand, denn allein die aus den Abschreibungen rückfließenden Mittel verlangen nach einer oft auch strukturpolitisch erwünschten unternehmerischen Neuanlage. Aber auch eine neuerliche Konzentration auf die Kernbereiche ist hier und da zu beobachten. Ursächlich sind oft Bereinigungsprozesse, d. h. das Rückgängigmachen von fehlgeschlagenen oder wenig synergetischen Investitionen, z. B. bei Auslandstöchtern, die sich nicht den Vorstellungen entsprechend entwickelt haben. Eine weitere Variante sind steuerlich motivierte Umstrukturierungen internationaler Konzerne, denn die Bundesrepublik ist im Vergleich zu den USA und Großbritannien mittlerweile ein Hochsteuerland. Konzerne werden dabei dahingehend umgebaut, daß Steuergefälle und Steuerpositionen genutzt werden können. Es kann sich beispielsweise lohnen, die deutsche Tochter zu verschulden, um damit Investitionen in anderen Ländern zu finanzieren.

Natürlich ist auch die Vollendung des europäischen Binnenmarktes zum 31. Dezember 1992 ein Grund für die steigende Transaktionszahl. Eine Umfrage unter europäischen Führungskräften aus dem Jahr 1989 hat ergeben, daß Deutschland als Zielland für geplante Expansionen nach Spanien an zweiter Stelle liegt. Seit dem 3. Oktober 1990 allerdings mag Deutschland jetzt deutlich an der Spitze liegen. Zum einen hat Deutschland als Brücke zur Erschließung osteuropäischer Märkte an Attraktivität gewonnen, zum anderen sprechen aber auch weitere Gründe für die

Akquisition eines deutschen Unternehmens oder für eine Beteiligung. So werden beispielsweise im Konsumgüterbereich deutsche Unternehmen gekauft, die über die Marktführerschaft bei bestimmten Produkten bzw. Produktgruppen verfügen. Angesichts hoher Markentreue der Verbraucher und der Schwierigkeit, über den Handel eine flächendeckende Distribution von Produkten zu realisieren, die nicht Marktführer oder Zweiter sind, ist der Zukauf entsprechender Unternehmen der schnellere und oft leichtere Weg, Marktanteile zu erzielen, die ein Überleben auf europäischer Ebene sicherstellen. Darüber hinaus werden einem großen Teil deutscher Unternehmen Eigenschaften zugeschrieben, die sie zu begehrten Targets machen. Hierzu zählen neben einer international orientierten Technologie und traditioneller Kenntnis der nationalen und internationalen Märkte auch der hohe Ausbildungsstand sowie hohe Wachstumsreserven bei oft vergleichsweise niedrigem Börsenkurs. Hinzu kommen eine gut entwickelte Infrastruktur und ein günstiges wirtschaftspolitisches, politisches und soziales Klima, die Deutschland als Standort interessant machen. Zwar sind relativ hohe Produktionskosten und Steuerbelastungen sowie inflexible Arbeitszeitregelungen und der Einfluß der Gewerkschaften als negativ im Hinblick auf die Attraktivität deutscher Unternehmen zu klassifizieren. Weiter sind Probleme bei der Beschaffung zuverlässiger Firmeninformationen sowie immer schärfere Umweltschutzauflagen zu berücksichtigen.⁸ Insgesamt kann die Bundesrepublik aber auch zukünftig als attraktive Zielregion für Mergers & Acquisitions angesehen werden, da die Transaktions-Chancen tendenziell höher zu bewerten sind als die Risiken.

Obwohl deutsche Unternehmen durch zahlreiche Auslandsbeteiligungen in den vergangenen Jahren die europäische Dimension im Vergleich zu vielen europäischen Nachbarländern bereits frühzeitig antizipiert haben, ist der Prozeß der Suche nach neuen Wachstumsmöglichkeiten, verbunden mit einer internationalen Neu- oder Repositionierung im Hinblick auf den zukünftigen EG-Binnenmarkt, noch nicht abgeschlossen. Auch intensivieren weitblickende M&A-Strategen aus der Bundesrepublik Akquisitions- oder Beteiligungsvorhaben in den EFTA-Ländern, die gern EG-Mitglied würden. Obwohl zu unterstellen ist, daß auch der Mittelstand in exportorientierten Branchen sich diesem Verhalten nicht entziehen können wird, ist festzustellen, daß internationale Beteiligungen mittelständischer Unternehmen in den vergangenen fünf Jahren eher selten zu verzeichnen waren.

1.2 Die deutsche Takeover-Bid-Szene: Potentiale und Grenzen

Die Chance, ein erwerbbares Ziel-Unternehmen an der Börse zu identifizieren, ist in der Bundesrepublik erheblich geringer als in Ländern wie den USA oder Großbritannien. So sind lediglich etwa 80 der gut 700 börsennotierten bundesdeutschen Aktiengesellschaften mögliche Übernahmekandidaten, deren Aktien auch relativ breit ge-

⁸ Vgl. insbesondere das Bundesemissionsschutzgesetz und das Wasserhaushaltsgesetz.

streut sind. Hierzu gehören allerdings Unternehmen wie VW, Siemens, BASF, Schering und die drei Großbanken. Die Aktien der anderen AGs sind – so ist anzunehmen – in den Händen langfristiger Anleger.

Gleichwohl hat die Übernahme der Hoesch AG durch Krupp gezeigt, daß es nicht nur theoretisch möglich ist, sich recht unauffällig in den Besitz eines größeren Aktienpaketes eines potentiellen Targets zu bringen. Nach Maßgabe des Aktiengesetzes ist eine Meldung des Anteilserwerbs an das Targetunternehmen bei einer Beteiligungshöhe von 25% notwendig.⁹ Da häufig nur 50–60% des Kapitals auf der Hauptversammlung vertreten sind, kann dies bereits einer Hauptversammlungs-Mehrheit entsprechen.

Es gibt jedoch eine Reihe von Gründen, die ein Gelingen entsprechender Unterfangen zweifelhaft erscheinen lassen. Hierzu zählt, daß ein potentieller Übernehmer zunächst nur über den Aufsichtsrat Einfluß nehmen könnte. Dieser Einfluß ist gerade in Aktiengesellschaften, die der Mitbestimmung unterliegen,¹⁰ nur beschränkt. Die außerplanmäßige Hauptversammlung, die notwendig ist, um den Aufsichtsrat zu ersetzen, kann vom Vorstand abgelehnt werden. Dies wiederum kann eine zeitraubende Klage über zwei Instanzen nach sich ziehen, so daß das Prozedere insgesamt als sehr langwierig bezeichnet werden muß.

Außerdem kann der Vorstand, der auf höchstens fünf Jahre gewählt werden darf, innerhalb seiner Amtszeit vom Aufsichtsrat nur dann abberufen werden, wenn ein wichtiger Grund – also insbesondere eine grobe Pflichtverletzung – vorliegt.¹¹

Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß

- eine Satzungsänderung nur mit einer Hauptversammlungsmehrheit von mindestens $\frac{3}{4}$ des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals möglich ist,¹²
- sich die Änderung der Zusammensetzung des Aufsichtsrates nach § 103 AktG und § 23 AktG richtet,
- die Auflösung einer AG grundsätzlich nur durch einen Hauptversammlungsbeschluß möglich ist, der von mindestens $\frac{3}{4}$ des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals getragen ist,¹³ und
- die Hauptversammlung einer AG die Eingliederung ihrer AG in eine andere AG mit Sitz im Inland beschließen kann, wenn sich die Aktien der beschließenden

9 Dabei ist insbesondere § 20 II AktG zu beachten, der die Berechnung der 25%-Grenze konkretisiert. Dem Bundeskartellamt (BKartA) ist der Erwerb einer 25%igen Beteiligung nur unter den Voraussetzungen des § 23 I GWB anzuzeigen (Anzeigepflicht). In bestimmten anderen Fällen (§ 24a GWB) ist bereits das Zusammenschlußvorhaben anzumelden (Anmeldepflicht).

10 Im Rahmen der Mitbestimmung muß zwischen drei grundlegenden Gesetzeswerken unterschieden werden: (1) Das Montanmitbestimmungsgesetz vom 21. Mai 1951, (2) das am 11. Oktober 1952 inkraftgetretene Betriebsverfassungsgesetz sowie (3) das am 4. Mai 1976 verabschiedete Mitbestimmungsgesetz. Zu einem Überblick vgl. Hopf/Hehl: Gesellschaftsrecht, S. 224f.

11 Vgl. § 84 I, II AktG.

12 Vgl. § 179 II AktG.

13 Vgl. § 262 I Nr. 2 AktG.

Gesellschaft im Gesamtnennbetrag von 95% des Grundkapitals in der Hand der zukünftigen Kapitalgesellschaft befinden.¹⁴

Die aufgeführten Hemmnisse werden zukünftig Investmentbanken und LBO-Spezialisten aus dem In- und Ausland aber kaum davon abhalten können, Übernahmen zu planen, zu inszenieren und auch durchzusetzen, zumal bei der Übernahme Krupp/Hoesch nicht zuletzt aus industriepolitischen Gründen auf die Geltendmachung der angesprochenen Sanktionspotentiale weitgehend verzichtet wurde. Insgesamt kann jedoch prognostiziert werden, daß, anders als in den USA, »feindliche« Übernahmen an deutschen Unternehmen, bei denen der Käufer gegen den Willen des Managements des Objektes eine Mehrheit daran erwirbt, wohl eher die Ausnahme bleiben werden.¹⁵ Die 1989 erfolgte Übernahme der Feldmühle-Nobel-Gruppe durch die VEBA ist hierbei gleichfalls eine strukturelle Variante, vielleicht sogar ein Modell für weitere Fälle. Mittlerweile steht die VEBA allerdings selbst als unterbewertetes und damit »zerschlagungswürdiges« Unternehmen im Brennpunkt der »Shareholder value«-Diskussion. Auch die Feldmühle-Gruppe, die zwischenzeitlich von den schwedischen Stora übernommen worden war, ist inzwischen zerschlagen worden: die Sparten Buderus und Dynamit Nobel wurden von der Metallgesellschaft akquiriert.

1.3 Die M&A-Dienstleister in Deutschland

Das *Angebot an M&A-Dienstleistungen* in der BRD nimmt ständig zu und gilt als hochprofitabel. Es rechtfertigt sich vor dem Hintergrund der mangelnden Transparenz der Märkte für Unternehmen sowie der hohen und breit angelegten Sachkompetenz, die zur Durchführung einer Transaktion erforderlich ist. Dabei ist es naheliegend, daß sich die Anbieter von M&A-Dienstleistungen hinsichtlich ihrer Professionalität und Kompetenz angesichts derart komplexer Sachverhalte gravierend voneinander unterscheiden. Auch ist je nach Provenienz des Anbieters ein anderer Kompetenzschwerpunkt zu erwarten.

Die *Nachfrage nach M&A-Dienstleistungen* geht in der BRD sowohl von Unternehmen und Unternehmern aus, die mehr oder minder permanent auf der Suche nach neuen Akquisitionskandidaten sind, als auch von solchen, bei denen der Verkauf bzw. der Kauf ein eher einmaliges Ereignis darstellt. Im ersten Fall ist zwar im Unternehmen oft schon ein hohes Maß an Fachkompetenz intern vorhanden (z. B. in eigens dafür eingerichteten M&A-Abteilungen); trotzdem möchte man wegen der Tragweite und Komplexität einer solchen Akquisitionsentscheidung oft noch externes Expertenwissen hinzuziehen. Auch überträgt man gerne an Externe bestimmte Suchmandate, da sie – bei noch unbekannten Zielunternehmen – oft über

¹⁴ Vgl. § 320 I AktG; Emmerich/Sonnenschein, Konzernrecht, S. 128 ff.

¹⁵ Zu einer Diskussion der Chancen unfreundlicher Übernahmen in der BRD vgl. Die Betriebswirtschaft 1991, Nr. 1, DBW-Dialog.

einen breiteren Suchfokus verfügen und sie – beim bekannten Zielunternehmen – andere Möglichkeiten der häufig zunächst anonymen Ansprache haben als der Auftraggeber.

Die Gesamtheit der durch M&A-Berater angebotenen »Produkte« umfaßt neben dem Erwerb und der Veräußerung von Unternehmen auch Fusionen sowie Gemeinschaftsgründungen und Beteiligungen; ferner Entflechtungen, Beratungen bei LBOs und MBOs bis hin zu Sanierungen, Umstrukturierungen, Beschaffung von Venture Capital oder auch die Initiierung von Börseneinführungen als Alternative zum Verkauf. Bei Einbindung der Beratungsabteilung in eine Investment-Bank stehen regelmäßig auch Finanzdienstleistungen im weitesten Corporate-Finance-Sinne zur Verfügung. Andere M&A-Berater haben sich diesem Segment aus der Strategieberatung genähert und bieten insofern Beratungsleistungen an, die auch die Zeit nach Abschluß der Transaktion betreffen können.

Hinsichtlich der zu erbringenden Beraterleistung ist grob in Kauf- und Verkaufsmandate zu trennen. Bei Kaufmandaten steht in der ersten Phase die Verwirklichung einer Wachstums- oder Diversifikationsstrategie sowie die Suche nach und die professionelle Ansprache von potentiellen Akquisitionskandidaten im Mittelpunkt. Mögliche Kandidaten werden auf ihr unternehmerisches Potential abgeklopft, wobei im Mittelpunkt im allgemeinen folgende Kriterien stehen:

- Produkt- und Leistungsprogramm, Spezialitäten mit Zukunftspotential, strategische Partner;
- Integrierbarkeit und quantifizierbare Integrations- bzw. Synergie-Effekte;
- Marktanteile, Konkurrenzsituation im In- und Ausland, Trends;
- Wachstumspotentiale auf nationalen und internationalen Märkten;
- Vertriebsorganisation, Marketing, Service-Organisation;
- Innovationsniveau, Forschung & Entwicklung, Marken, Schutzrechte;
- Stand der Produktionstechnik, Investitionserfordernisse, Umweltaspekte;
- Managementorganisation und -qualität;
- finanzielle Situation, Risiken und Potentiale (z. B. Cash-flow) sowie
- Struktur und Interessen der Eigentümer.

In einer zweiten Phase geht es um die »technische« Abwicklung des Prozesses. Hier sind insbesondere Rechtsanwälte, Steuerexperten und Financial Engineering-Spezialisten gefordert. Die Verhandlungen selbst sollte man dem Kunden nicht völlig abnehmen; man kann ihn jedoch »trainieren«, auf die Besonderheiten derartiger Prozesse vorbereiten und sie moderierend begleiten. Erfahrungsgemäß ist es sehr ratsam, aktiv als externer M&A-Berater den Verhandlungsprozeß bis zum Abschluß zu unterstützen und zu kontrollieren.

Letzte Phase ist dann die Integration des übernommenen Unternehmens. Seitens der erforderlichen Fachkompetenz besteht hier eine gewisse Verwandtschaft zur ersten Phase. Wichtig ist, daß die voraussichtlichen Auswirkungen der Transaktion auf alle beteiligten Unternehmensbereiche von vornherein berücksichtigt werden.

Aufgrund der Unterschiedlichkeit der zu erbringenden Beratungsleistung wechseln im M&A-Prozeß häufig die Beratergruppen, wobei darauf geachtet werden sollte,

daß jemand die Leitung und Koordination des externen wie des unternehmensinternen Experteneinsatzes übernimmt.

Eine im deutschen M&A-Geschäft stark repräsentierte Gruppe sind die Banken. Dabei geht es diesen im allgemeinen nicht nur um die aus der Beratung erwirtschafteten Erträge, sondern auch um die Finanzierung des Deals oder um die Anlage des Verkaufserlöses. Neben ausländischen Investment- und Merchantbanken sind fast alle deutschen Banken inzwischen in diesem Bereich tätig. Zwar verpflichten Berufsethos und gesetzliche Regelungen die Banken zu streng vertraulicher Behandlung aller relevanten Daten. Um den Anschein einer Verquickung der M&A-Beratung mit dem Bankgeschäft entgegenzuwirken und auch wegen der unterschiedlichen Geschäftskulturen ist das M&A-Geschäft in den letzten Jahren aber zunehmend auf Tochtergesellschaften übertragen worden. Die Zusammenlegung der M&A-Aktivitäten deutscher und internationaler Banken stellt den neuesten Trend dar, der den deutschen Partnern und deren Klienten zu größerer Internationalität verhelfen soll. Die Gründung der DB Morgan Grenfell durch die Deutsche Bank und Morgan Grenfell sowie der Chartered WestLB durch die Standard Chartered und die WestLB sind aktuelle Beispiele. In beiden Fällen soll in Zukunft das deutsche M&A-Geschäft von Großbritannien aus betrieben werden. Inwiefern das sinnvoll, funktionsfähig und dem deutschen Unternehmensmarkt adäquat ist, wird sich zeigen müssen. Britische Merchantbanker unterschätzten erfahrungsgemäß die Eigenheiten des deutschen Marktes. Einer Untersuchung der Greenwich Associates zufolge nutzten deutsche Unternehmen für Investment Banking-Dienstleistungen häufiger inländische als ausländische Banken. Amerikanische Investmentbanken wurden eher für die Beratung bei Fusionen, Übernahmen und Verkäufen ins Ausland in Anspruch genommen, insbesondere, wenn es um »Controlled Auctions« ging. Aber diese Rolle nichtdeutscher M&A-Professionals verschiebt sich offenbar zugunsten deutscher Experten, die in Deutschland residieren, voll in das Wirtschaftsgeschehen eingebunden sind, über das erfolgsentscheidende Insider-Wissen sowie über das erforderliche Mentalitätsverständnis verfügen und dennoch ein ausreichendes Maß an Internationalität aufweisen. Am Beispiel der 1990 gegründeten BANEXI & Partner in Frankfurt/Main und Düsseldorf, einer strategischen Allianz zwischen deutschen M&A-Professionals und der französischen BNP-Gruppe, lassen sich diese Forderungen rekonstruieren. Ein Schwerpunkt liegt in dem Selbstverständnis, daß alle M&A-Aktivitäten letztlich »People's Business« sind, d. h. ihr Erfolg von der Kompetenz und Vertrauenswürdigkeit einzelner M&A-Berater abhängt. Hinzu muß dann ein globales Bankdienstleistungsnetzwerk kommen. Ein anderes Beispiel ist die französische Indosuez-Gruppe, die inzwischen gleichfalls direkt in Deutschland Fuß gefaßt hat.

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die Szene der wichtigsten M&A-Dienstleister mit Niederlassungen in Deutschland. Darüber hinaus operieren einige bedeutende Unternehmen auch direkt von London oder New York aus. Der in der Tabelle verwendete Begriff des »Mandates« ist allerdings mit einer gewissen Skepsis zu betrachten, da Makler und andere Vermittler ihre Vermittlungsprojekte, auch wenn diese nicht exklusiv wahrgenommen werden, in der Regel so bezeichnen, während

Banken und andere M&A-Berater bei der Verwendung des Begriffes eher von – exklusiven – Aufträgen ausgehen, für die eine feste Honorarstruktur vereinbart wurde (Zeithonorar, Auslagenerstattung, Erfolgshonorar). Insofern wären ergänzende Angaben hilfreich, so etwa über die Zahl der involvierten M&A-Berater, und nicht zuletzt ist einzuräumen, daß der Rückschluß von der Zahl der Projekte oder vom Dealvolumen auf die Qualität der Beratung bzw. Vermittlung nur bedingt möglich ist.

Neben den Banken kommt Rechtsanwälten, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern und Aufsichts- bzw. Beiräten wachsende Bedeutung zu, die zunehmend in die M&A-Abwicklung drängen oder fakultativ in den Beratungsprozeß einbezogen werden. Ihre Rolle ist in der Bundesrepublik speziell für die Vermittlung von Verkaufsmandaten nicht zu unterschätzen, da sie – als nächststehende externe Vertrauensperson – von Unternehmen oder den Eigentümern häufig »vorgeschickt« werden. Hier wird im allgemeinen der zeitliche Beratungsaufwand in Rechnung gestellt; darüber hinaus sind mehr oder minder umfangreiche Erfolgshonorare – direkt oder indirekt – durchaus die Regel.

Von diesen Gruppen scharf zu trennen sind die Unternehmensmakler. Sie unterscheiden sich von Banken und Beratern dadurch, daß sie sich auf die reine Vermittlungsphase, d. h. das Zusammenbringen der Verhandlungspartner konzentrieren und im allgemeinen auch von beiden Partnern ein Erfolgshonorar beziehen. Da Unternehmensmakler nicht eine Partei exklusiv vertreten, sind Interessenkonflikte oft unvermeidlich.

Das Beratungshonorar unterteilt sich in Deutschland in der Regel in ein Zeithonorar (Retainer Fee) und ein Erfolgshonorar (Success Fee). Hierzu kommt meist noch die Auslagenerstattung, die bei grenzüberschreitenden Projekten besonders bedeutend werden kann. Das Zeithonorar bemißt sich dabei nach dem zeitlichen Beratungsaufwand und bewegt sich vorwiegend in Größenordnungen von DM 20 000 bis zu über DM 150 000. Die Höhe des Erfolgshonorars wird in Abhängigkeit von der Höhe des Kaufpreises (Transaktionsvolumens) berechnet. Zugrunde gelegt wird hier häufig eine degressive Staffelung, die etwa folgendes Bild haben kann: 2,5–4,5% für die ersten 10 Mio. DM des Transaktionswertes, 1,5–3% für den Bereich von 10 bis 30 Mio. DM, 0,5–1,75% für den darüber hinausgehenden Betrag. Bei Großtransaktionen handelt es sich allerdings primär um eine individuelle Verhandlungssache. Bei Verkaufsmandaten werden dem beratenden Unternehmen häufig – als besonderer Anreiz – für alle Erlöse, die es oberhalb des veranschlagten Verkaufspreises erzielen kann, überproportional hohe Anteile an diesem Premium offeriert. Diese »maklerhafte« Erfolgshonorarstruktur wird allerdings von Corporate-Finance- bzw. M&A-Beratern häufig abgelehnt. Der Verkaufserlös ist hier nicht unbedingt der wichtigste Vertragsbestandteil.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß nach Schätzungen von M&A-Experten bei den knapp 3000 Deals des Jahres 1989 lediglich bei etwa 500–600 Transaktionen externe Berater hinzugezogen worden sind. Dies unterstreicht einmal mehr den in der mittelständischen Struktur begründeten Einfluß der Familien und die damit oft verbundene Individualität in der Art der Unternehmensführung – was angesichts der

Dahm/Müller-Stewens: Bundesrepublik Deutschland

Name und Sitz	Laufende Mandate	Anzahl der Deals 1.1.1989–30.6.1990	Cross-Border-Deals 1.1.1989–30.6.1990	Dealvolumen in Mio. DM
Angermann & Partner, Hamburg	48	–	–	–
BANEXI & Partner, Frankfurt	16	–	–	–
Bankers Trust, Frankfurt	–	–	–	–
Booz-Allen, München	20	5	2	–
Chase Bank, Frankfurt	20	4	–	300
Citibank, Frankfurt	12	6	5	–
Commerzbank, Frankfurt	13	13	3	517,5
CSFB-Effectenbank, Frankfurt	0	0	0	0
DB Morgan Grenfell, Frankfurt	–	15	6	2 028
DG Bank, Frankfurt	24	9	1	–
Doertenbach & Drüker, Frankfurt	–	–	–	–
Dooley, Leyer-Pritzkow, Düsseldorf	12	2	2	30
Dresdner Bank, Frankfurt	60	10	–	–
Frankfurt Consult, Frankfurt	20	16	9	–
Goldman Sachs & Co. GmbH, Frankfurt	–	16	15	4 934,4
HFB Hauck Finanz-Berat., Frankfurt	–	–	–	–
Industriekreditbank, Düsseldorf	–	13	2	161
Intercontact, Dortmund	15	12	5	480
Interfinanz, Düsseldorf	190	26	8	590
JP Morgan, Frankfurt	–	3	3	2 848
Kay Brinkmann Internat., Düsseldorf	45	9	5	250
Kienbaum Unternehmensgr., Frankfurt	35	–	–	–
M & A International, Königstein	–	13	–	–
Mandatus, München	–	–	–	–
Matuschka Gruppe, München	–	10	5	394
Merck, Finck & Co., Düsseldorf	8–10	3	1	–
Metzler Consulting, Frankfurt	–	–	–	–
MM Warburg-Brinckmann, Hamburg	7	3	3	290
Morgan Stanley, Frankfurt	13	10	9	–
Sal. Oppenheim, Köln	–	–	–	–
Salomon Brothers, Frankfurt	13	7	3	178
Schweizerischer Bankv., Frankfurt	10	2	–	10
Shearson Lehman Hutton, Frankfurt	4	11	7	1 306,4
Société Générale-Elsäss. Bank	14	3	3	50
Trinkaus Montagu, Düsseldorf	20	5	2	356
Chartered WestLB, Düsseldorf	54	4	4	100

Abbildung 2: M&A-Mittler und -Berater in Deutschland (Stand 9/1992)

Einmaligkeit eines Verkaufs- oder Kaufprojektes eigentlich ein seltsamer Zustand ist. Auf der anderen Seite ist in diesem Zusammenhang zu erwähnen, daß die Bedeutung informeller Kontakte – etwa mit Aufsichtsräten oder Unternehmensbeiräten (»Interlocking Directorates«) – im Hinblick auf den Informationsfluß und die Vorbereitung konkreter Transaktionen zwar nicht quantifizierbar, aber in der Bundesrepublik auf keinen Fall zu vernachlässigen ist. Auch dort gibt es wichtige »Old-boy«-Beziehungen und »Seilschaften«.

1.4 Strategische Allianzen mit deutschen Partnern

Im Zeichen der zunehmenden Internationalisierung der Märkte sehen sich auch deutsche Unternehmen, die sich oft durch hohen technischen Standard, Fertigungsorientierung, hohen Exportanteil und mittlere Größe auszeichnen, der Notwendigkeit gegenüber, globales technologisches Know-how und Vertriebsmanagement zu realisieren. Da Mehrheitsbeteiligungen oder Übernahmen oft »traumatische« Ereignisse für Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten und das Umfeld des betroffenen Unternehmens sind, gleichzeitig das Interesse – auch mangels kaufbarer Targets – an unternehmerisch sinnvollen Verbundstrukturen im In- und Ausland aber immer stärker wird, werden strategische Allianzen zunehmend interessanter. Kontinuität und Sicherung strategischer Marktpositionen haben in der BRD erfreulicherweise Vorrang über das Postulat völliger Selbständigkeit erhalten.

Zu beobachten sind sowohl strategische Allianzen ohne kapitalmäßige Verflechtung (Konsortien, Produktions-Pooling, Lizenzen/Franchising usw.), als auch mit kapitalmäßiger Verflechtung (Beteiligungen, hybride Transaktionen, Joint-ventures, Austausch von Geschäftseinheiten usw.). Von Interesse ist, daß Allianzen der letzteren Form oft als notwendige Hilfskonstruktion initiiert werden, um die spätere Machtübernahme eines der Partner zu verbergen. Gegenseitige Beteiligungen sind unter gleichstarken Unternehmen bislang noch selten. Gleichwohl ist – bei bleibender Skepsis bezüglich der Erfolgsaussichten – eine steigende Tendenz dieses Phänomens zu verzeichnen. Diese wird bei restriktiver Wettbewerbspolitik und bei sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen, aber auch bei verstärkter Diffusion von Netzwerk-Gedankengut und Know-how über das Management von Partnerschaften stabil bleiben.

1.5 Die MBO/MBI/LBO-Strukturierung in Deutschland

Die Unternehmenserwerbsformen des Management-Buyout (Verkauf an das eigene Management) und Management-Buyin (Verkauf an ein fremdes Management) bzw. Leveraged-Buyout, denen gemeinsam ist, daß sie durch die Ausweitung des Fremdmittelanteils die Eigenkapitalrentabilität erhöhen, werden in Deutschland zunehmend als Ansatzpunkt zur Lösung der Nachfolgeproblematik mittelständischer Un-

ternehmen diskutiert. Als positiver Grund für solche LBO/MBO-Transaktionen wird genannt, daß die kapitalmäßige Einbindung des Managements zu einem Motivations-schub sowie zu Vertrauen bei Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten führen kann und auf dieser Grundlage mittelfristig bessere Betriebsergebnisse realisierbar sind und somit der Fortbestand des Unternehmens gute Chancen hat. Außerdem würden aufgrund der häufig geringen oder mittleren Betriebsgröße Kreativität und Flexibilität erhalten bleiben, welche ein Wettbewerbspotential gegenüber den großen Konzernen darstellen. Darüber hinaus wird im Zusammenhang mit der Beobachtung, daß Konzerne sich zunehmend auf ihr Kerngeschäft konzentrieren, zu bedenken gegeben, daß sie bei Akquisitionen nur an Unternehmen mit einer gewissen kritischen Masse interessiert sein werden. Vornehmlich mittelständische Unternehmer, die ihr Unternehmen verkaufen wollen, werden deshalb auf das Instrument des LBO/MBO oder der Börseneinführung angewiesen sein, wenn sich kein Konzern als Käufer finden wird. Nicht zu übersehen ist aber, daß in Deutschland gerade auch die »Mittelständler« zahlenmäßig zu den häufigsten Käufern oder Fusionspartnern gehören.

Trotz des wachsenden Interesses an den Modalitäten von MBOs/MBIs und LBOs ist die Zahl entsprechender Transaktionen bislang in der Bundesrepublik vergleichsweise gering. Dies liegt nicht nur an dem bei Managern und potentiellen Verkäufern trotz allem noch geringen Bekanntheitsgrad. Die zögerliche Akzeptanz ist vor allem auf die in Deutschland vorherrschenden ungünstigen Rahmenbedingungen¹⁶ zurückzuführen. Hierzu zählt das im internationalen Vergleich hohe Steuerniveau in der BRD. Da Tilgungen aus versteuerten Gewinnen erfolgen müssen, ergibt sich bei einer hohen Steuerlast automatisch eine längere Verschuldungsdauer und somit ein für den Investor schwer zu überblickender Zeitraum. Hinzu kommt die Mentalität mittelständischer Unternehmer, die sich bislang den Verkauf an ihre Mitarbeiter oft nicht vorstellen können bzw. das Unternehmen lieber an einen großen Konzern verkaufen, als es gegebenenfalls mit einem hohen Schuldendienst belastet sehen. In den neuen Bundesländern hingegen haben sich MBO-Konzepte unter Mitwirkung von Beteiligungsgesellschaften als Weg der Privatisierung mittelständischer Unternehmen bewährt.

2. Strukturelle Spezifika des deutschen Marktes

Sowohl für die Strategieentwicklung der Einzelunternehmen als auch unter wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten ist es nützlich, sich einen Eindruck von den Strukturen der Transaktionen zu verschaffen. Zu diesem Zweck wurde die M&A Review Database, auf der Transaktionen mit deutscher Beteiligung seit 1985 erfaßt werden, zu ausgewählten Fragestellungen ausgewertet. Leider können dabei nur Untersuchungen zur Anzahl und nicht zum Volumen der Transaktionen unternommen werden, da in den meisten Fällen keine Preisangaben erhältlich sind.

16 Vgl. Lutter/Waklers, Buyout; Peltzer, Problematik, S. 973 ff; Hauschka, Aspekte, S. 2169.

Abschnitt E: Der Blick über die Grenzen

Käufer- branche	Objekt- branche	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1	Land-/Forstwirtsch.													1					
2	Energie		8		1	1			1		2	1	1	2	1				1
3	Kohlebergbau							1			2	1		2					
4	sonst. Bergbau										1								
5	Chemie			1		112		4		1				2	2	1			1
6	Pharma						20												
7	Kunststoff/Gummi							35	1					2		4			
8	Steine/Erden							2	58										
9	Glas									21									
10	Eisen/Stahl	1				1		2	1		41	1	3	16		5	1		2
11	NE-Metalle					1					5	1			1	1			
12	Stahlbau										3		8	11		6			1
13	Maschinenbau			1		1		1			4		4	116	2	10	1	1	2
14	Anlagenbau												2	5	3		1		
15	Fahrzeugbau					1		1			1			6	1	84		3	4
16	Schiffsbau													1		2	15		
17	Flugzeugbau															6		13	
18	Elektrotechnik										1		2	8		10		1	87
19	EDV													1					2
20	Feinmech./Optik													1					2
21	EBM																		
22	Musik/Spiel/Schmuck																		
23	Holz/Korbwaren										1								
24	Papier/Verpackung					1			1										1
25	Leder/Schuhe							1											
26	Textil/Bekleidung																		
27	NuG allgemein																		
28	Getränke																		
29	Kaffee/Tabak																		
30	Bau								1	1			1	1					
31	Ausbau																		
32	Groß-/Außenhandel		1		1	3	10	1	1		3			2	2				
33	Versandhandel																		
34	Einzelhandel (food)					1													
35	Einzelhandel (non food)																		2
36	Transport/Verkehr								1										
37	Kreditinstitute					1	1	2						4		1			
38	Versicherungen															1			
39	Medien	1																	
40	sonst. Dienstleistungen				1			1	1	2	1					2			2
41	Beteiligungs-Gesellsch.					8	3	9	15		7		3	21	2	8			17
42	Sonstige		3					1	2	1	2		2	18		3		3	2
43	Summe (abs.)	2	12	2	3	131	34	61	83	26	74	4	36	220	14	144	18	21	126
44	Summe (%)	0,1	0,4	0,1	0,1	4,8	1,2	2,2	3,0	1,0	2,7	0,1	1,3	8,1	0,5	5,3	0,7	0,8	4,6
45	RKK (%)		66,7			85,5	58,8	57,4	69,9	80,8	55,4	25,0	50,0	52,7	21,4	58,3	83,3	61,9	69,0
46	Branchen-Trägheit	0,1	4,4	0,2	0,2	227,9	8,5	29,9	55,6	6,5	65,1	0,4	15,5	387,2	2,2	182,9	4,1	4,4	195,3

Abbildung 3: Transaktionen 1990 unter Beteiligung deutscher Unternehmen

Dahm/Müller-Stewens: Bundesrepublik Deutschland

19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	Summe	(%)	Horizontal-Aktionsgrad	Außenwirkung	
								1								1					3			6	0,2		3,00	
									1		2		1				3	1			7	2	1	37	1,4	21,6	3,08	
													1								2			9	0,3		4,50	
	1												4			1								7	0,3		2,33	
	3	1			2			3					32			2	1				4	1	1	174	6,4	64,4	1,33	
								1					4											25	0,9	80,0	0,74	
						1	3									1					1		1	49	1,8	71,4	0,80	
											4		1								1	1		67	2,5	86,6	0,81	
													2									2		25	0,9	84,0	0,96	
	1	2											6			1	1				2	1		88	3,2	46,6	1,19	
		1																				1		11	0,4	9,1	2,75	
										1			1								2			43	1,6	41,9	1,19	
	3				2		3	1					16			1					5	1	1	176	6,4	65,9	0,80	
													2				1				1	1		16	0,6	18,8	1,14	
		2											5			11		1			4	3		127	4,7	66,1	0,88	
																3	1						1	23	0,8	65,2	1,28	
																					1		1	21	0,8	61,9	1,00	
3	1			1	1		1				1		9			11	1	1			14	1	1	155	5,7	56,1	1,23	
2																1					5			11	0,4	18,2	1,10	
	12							2					4			1								22	0,8	54,5	0,81	
		11		1	2													2						16	0,6	68,8	0,73	
			1													1				1				3	0,1	33,3	0,50	
		1		9	2								1			1					1		2	18	0,7	50,0	0,95	
				1	42								2			1				8	1	1	1	60	2,2	70,0	0,87	
						6							1			1								9	0,3	66,7	0,90	
				1	1	1	36	1					1			1						3	1	46	1,7	78,3	0,87	
	2							72	3				3			1	2	1				1		85	3,1	84,7	0,84	
								3	38				1			2					2	2		48	1,8	79,2	0,92	
				1						11			1			1					1			15	0,5	73,3	1,07	
											41	1	2				1				10	1	1	61	2,2	67,2	1,15	
											1	1												2	0,1	50,0	0,29	
	1							3	1				97	1	13	7	8	3			2	11	2	3	176	6,4	55,1	0,68
														7										7	0,3	100	0,78	
							2	3		1			16		31	8						4	1		67	2,5	46,3	1,22
			1			1							17			29	3	2			1	5	2		63	2,3	46,0	0,67
								2					3		1	2	91				18	1	4	123	4,5	74,0	0,95	
1			1	1		1		1					1		1		5	98	6	2	32	9	2	170	6,2	57,6	1,40	
													2					10	46		6	5	3	73	2,7	63,0	1,16	
			1		2															56	3	1	1	65	2,4	86,2	0,81	
1					3						2	1	3			1	2	1			2	178	4	3	211	7,7	84,4	0,57
1	3	3	1	4	9		5	8	7	2	1	3	19	1	4	6	6		4	3	37	9	2	231	8,5	3,9	3,98	
2		1	1	1	2		3		2			1	2		1	2	3	1	7	5	10	2	5	88	3,2	5,7	2,51	
10	27	22	6	19	69	10	53	101	52	14	53	7	260	9	55	94	129	121	63	80	371	58	35	2729	100			
0,4	1,0	0,8	0,2	0,7	2,5	0,4	1,9	3,7	1,9	0,5	1,9	0,3	9,5	0,3	2,0	3,4	4,7	4,4	2,3	2,9	13,6	2,1	1,3	100				
20,0	44,4	50,0	16,7	47,4	60,9	60,0	67,9	71,3	73,1	78,6	77,4	14,3	37,3	77,8	56,4	30,9	70,5	81,0	73,0	70,0	48,0	15,5	14,3					
1,1	5,9	3,5	0,2	3,4	41,4	0,9	24,4	85,9	25,0	2,1	32,3	0,1	457,6	0,6	36,9	59,2	158,7	205,7	46,0	52,0	782,8	134,0	30,8					

2.1 Die aktivsten Käuferbranchen

Betrachtet man die Transaktionsaktivitäten strukturiert nach der Branchenzugehörigkeit der Käufer bzw. Targets, so zeigt sich, daß es typische Käuferbranchen gibt. Diese müssen aber keineswegs identisch sein mit den Branchen, deren Unternehmen am häufigsten Gegenstand von Akquisitionen sind. Auch ist der Anteil der brancheninternen Käufe in den einzelnen Branchen höchst unterschiedlich.

Die Branchen, die 1990 die meisten Transaktionen verwirklicht haben, waren einmal mehr der Handels- und Dienstleistungsbereich. Bei isolierter Betrachtung der reinen Kapitalbeteiligungen liegen außerdem der Allfinanzbereich (Kreditinstitute und Versicherungen) und die chemische Industrie (inkl. Pharmaindustrie) noch vor dem Dienstleistungssektor. Hinter dem auch 1991 mit 12,6% relativ hohen Anteil an Käufern aus dem Handel verbirgt sich vor allem die Übernahme der ehemals volkseigenen ostdeutschen HO-Geschäfte und der dortigen Kauf- bzw. Warenhäuser durch westdeutsche Gesellschaften, während im Maschinen- und Anlagenbau die mittelständische Struktur zumindest von den unter internationalem Wettbewerbsdruck stehenden Teilbranchen verstärkt in Frage gestellt wurde. Die in der Bundesrepublik oftmals im Zusammenhang mit der Beschaffung von Wachstumskapital für solche »Mittelständler« involvierten Beteiligungsgesellschaften konnten ihren Anteil gegenüber dem Vorjahr um weitere 0,6% steigern. Damit gehören die oft auch bei Management-Buyouts mit Minderheitsanteilen vertretenen Unternehmen zu den dritthäufigsten Käufern. Anteilsverluste in Höhe von über 1% mußten dagegen die Nahrungs- und Genußmittelhersteller hinnehmen; ein ebenso starker Rückgang brachte die Unternehmen der chemischen Industrie sogar um einen Platz unter den zehn aktivsten Käuferbranchen.

Bei umfassender Betrachtungsweise wird deutlich, daß horizontale Transaktionen den überwiegenden Anteil¹⁷ aller Deals ausmachen. Ausnahmen bilden hier nur die Energiewirtschaft, deren Unternehmen in Anbetracht ihrer hohen Liquidität und in Erwartung eines zukünftig stagnierenden Energieverbrauches hauptsächlich in andere Branchen akquirieren, sowie der Bergbau (als stagnierende Branche) und die Beteiligungsgesellschaften der Banken, Familien oder z. B. der Versicherungen.

Die Matrix (Abbildung 3) vermittelt ein Bild der Transaktionslandschaft der Bundesrepublik im Jahre 1990, sofern ein deutsches Unternehmen in die Transaktion involviert war, und zwar getrennt nach Käufer- und Targetsicht.¹⁸

¹⁷ Im Vergleich zu früheren Jahren sind die horizontalen Transaktionen jedoch leicht rückläufig.

¹⁸ Struktur der Matrix: In Zeilenrichtung gelesen, gibt sie an, wie viele Transaktionen etwa Chemieunternehmen im Betrachtungszeitraum insgesamt getätigt haben (Summe = 174 bzw. 6,4% aller 2729 Transaktionen) und aus welchen Branchen die Targets kamen (z. B. 112 Chemieunternehmen, 4 Kunststoff/Gummihersteller, ...). Analog gilt für die Spaltenrichtung der Ausweis, daß es 131 Käufe in die chemische Industrie hinein gegeben hat (Spalte 5); wiederum in 112 Fällen kamen die Käufer

2.2 Die begehrtesten Targetbranchen

Die Reihenfolge der begehrtesten Zielbranchen hat sich auf den vorderen Plätzen im Vergleich zu den vergangenen Jahren nur geringfügig verändert. Der Dienstleistungsbereich mit 429 Objekten von Kapitalbeteiligungen war bei weitem die begehrteste Branche. Dieses gilt auch für 1991, als mit der Veräußerung fast aller Interhotels an eine Investorengruppe für über 2 Mrd. DM zugleich der wertmäßig größte Einzelfall in diese Branche fiel. Die Beliebtheit der Maschinenbauunternehmen, deren Anteil an der Gesamtheit der Transaktionen im Vergleich zum Vorjahr dagegen relativ gestiegen ist, dürfte neben der seinerzeit extrem günstigen konjunkturellen Lage auch auf die mittelständische Struktur dieser Branche zurückzuführen sein. Diese Tendenz setzte sich 1991 fort; erst eine spürbare Konjunkturverschlechterung zum Jahreswechsel 1991/92 bewirkte hier einen Rückgang.

Bei etwa zwei Dritteln aller Branchen handelt es sich um Branchen, in die häufiger hineingekauft worden ist, als daß sie selbst Kaufaktivitäten entwickelt haben. Insgesamt ist jedoch festzustellen, daß die Käufer- und Objektwerte aufgrund des überwiegend horizontalen Transaktionsverhaltens in aller Regel keine exorbitanten Unterschiede aufweisen.

ebenfalls aus der Chemie, ferner engagierte sich z. B. 1 Unternehmen mit Tätigkeitsschwerpunkten in der Eisen- und Stahlindustrie ebenfalls in dieser Branche. Hier sei auf die z. T. erhebliche Problematik bei der Bestimmung des Haupttätigkeitsfeldes insbesondere von konglomeraten Konzernen hingewiesen.

* RKK: Dieser Relative Konzentrations-Koeffizient setzt die Häufigkeit, daß Unternehmen aus der Branche horizontal, also in dieselbe Branche akquiriert haben (112 im Falle der chemischen Industrie), ins Verhältnis zur Gesamtheit aller Käufe in die Branche hinein. Je höher der Wert ist, um so weniger akquirieren branchenfremde Unternehmen, um so höher ist folglich der konzentrierte Charakter der Akquisitionen.

* Branchen-Trägheitsgrad: Es ist das Produkt aus der jeweiligen Zeilen- und Spaltensumme. Je stärker also von einer Branche Aktivitäten ausgehen und gleichzeitig auch in die Branche hineinakquiriert wird, um so höher ist die Turbulenz. Das Produkt wurde mit einem Faktor 0,01 versehen, damit die Zahlen den Rahmen nicht sprengen.

* Horizontal-Aktionsgrad: Dieser Wert stellt den Anteil der Intern-intern-Transaktionen im Verhältnis zu den insgesamt von der Branche ausgehenden Aktivitäten dar. Je höher er ausfällt, um so stärker sind die Unternehmen ausschließlich in ihrer eigenen Branche, mithin horizontal, aktiv (z. B. erwarben Unternehmen des Versandhandels ausschließlich andere Versandhändler). Dennoch ist der Aktionsgrad nicht identisch mit dem RKK, da aus anderen Branchen ebenfalls Akteure kommen können (immerhin 2 im Falle der Versandhandelsunternehmen).

* Außenwirkungsgrad (AG): Dieser Quotient entsteht durch Division der Spalten- durch die Zeilensumme einer jeden Branche und gibt an, wie stark das relative Engagement außerhalb der eigenen Branche ist. Ist der AG größer 1, so zeigt diese Branche mehr Kaufaktivitäten, als daß in sie hineingekauft wird. So zielen die Aktivitäten der Energieunternehmen fast ausschließlich in andere Branchen (AG = 3,08).

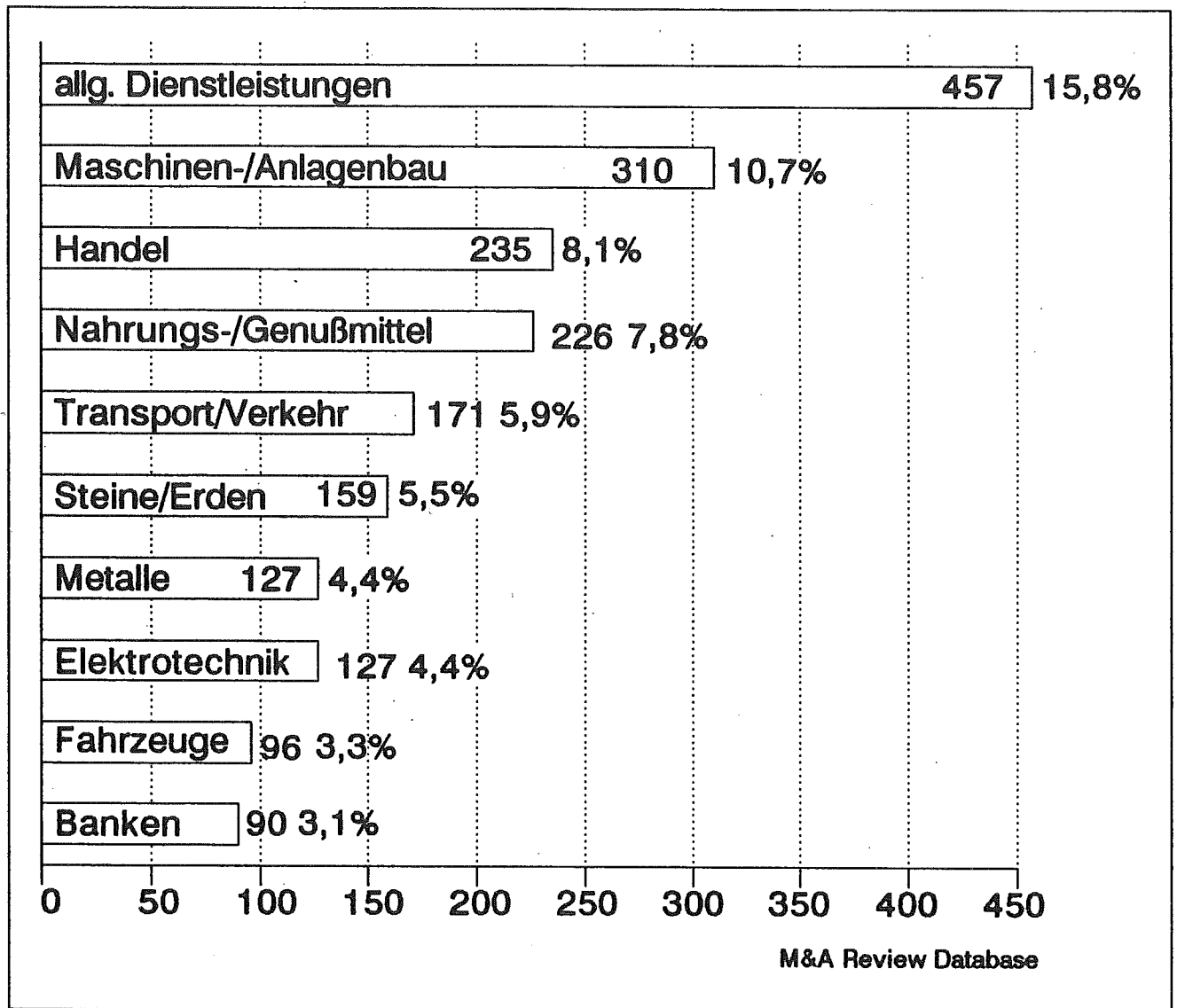


Abbildung 4: Zielbranchen deutscher Transaktionen 1991

2.3 »Akquisitionskönige«

Ausgangspunkt der nachfolgenden Überlegungen ist die These, daß Unternehmen, die häufig über Akquisitionen in neue Geschäfte diversifizieren oder ihr Kerngeschäft ausbauen, dies professioneller tun. Dabei sollte sich die Kumulation der Erfahrungen nicht nur im Aufbau und Ablauf der M&A-Projekte niederschlagen, sondern auch in der Wahl ihrer Targets und der dahinter stehenden Diversifikations- oder Wachstumspolitik.

Bei Betrachtung des Transaktionsverhaltens der Akquisitionskönige ist zu berücksichtigen, daß die meist als Konzernholding organisierte »Mutter« teilweise direkt als Käufer auftritt oder über eine Tochtergesellschaft akquiriert. Analysiert man nun die Akquisitionen der Konzernholding und die Akquisitionen von Tochterunternehmen, die in mehrheitlichem Besitz der Mutter stehen, so ist für Deutschland die VEBA AG

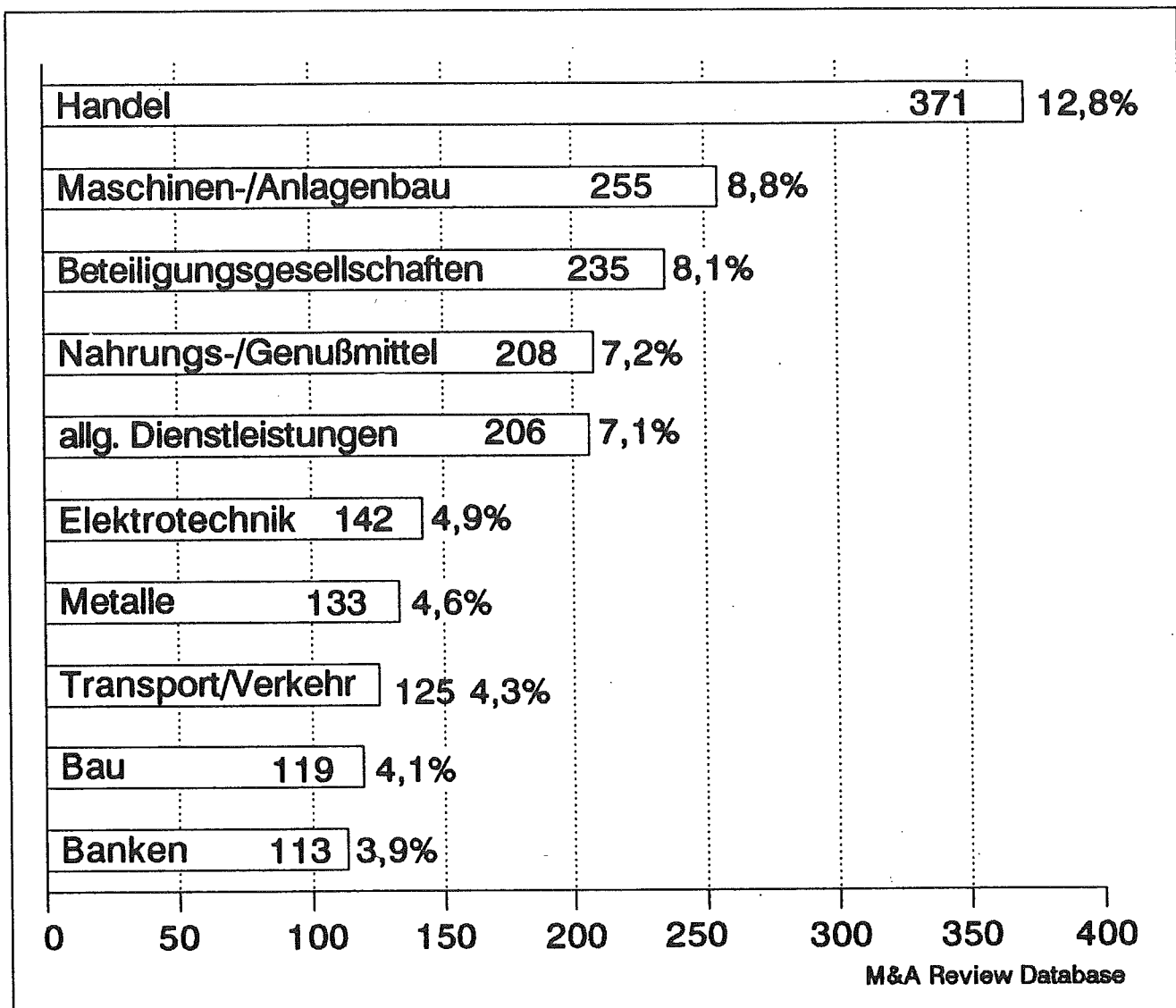


Abbildung 5: Die aktivsten deutschen Käuferbranchen 1991

mit 194 Transaktionen Spitzenreiter¹⁹ (vgl. Abbildung 7). Nachfolgend steht die Daimler-Benz AG (inkl. AEG) mit 186 Transaktionen auf Rang 2. Die Banken nehmen sicherlich eine Sonderstellung ein, da sie Beteiligungen oft nur vorübergehend halten.

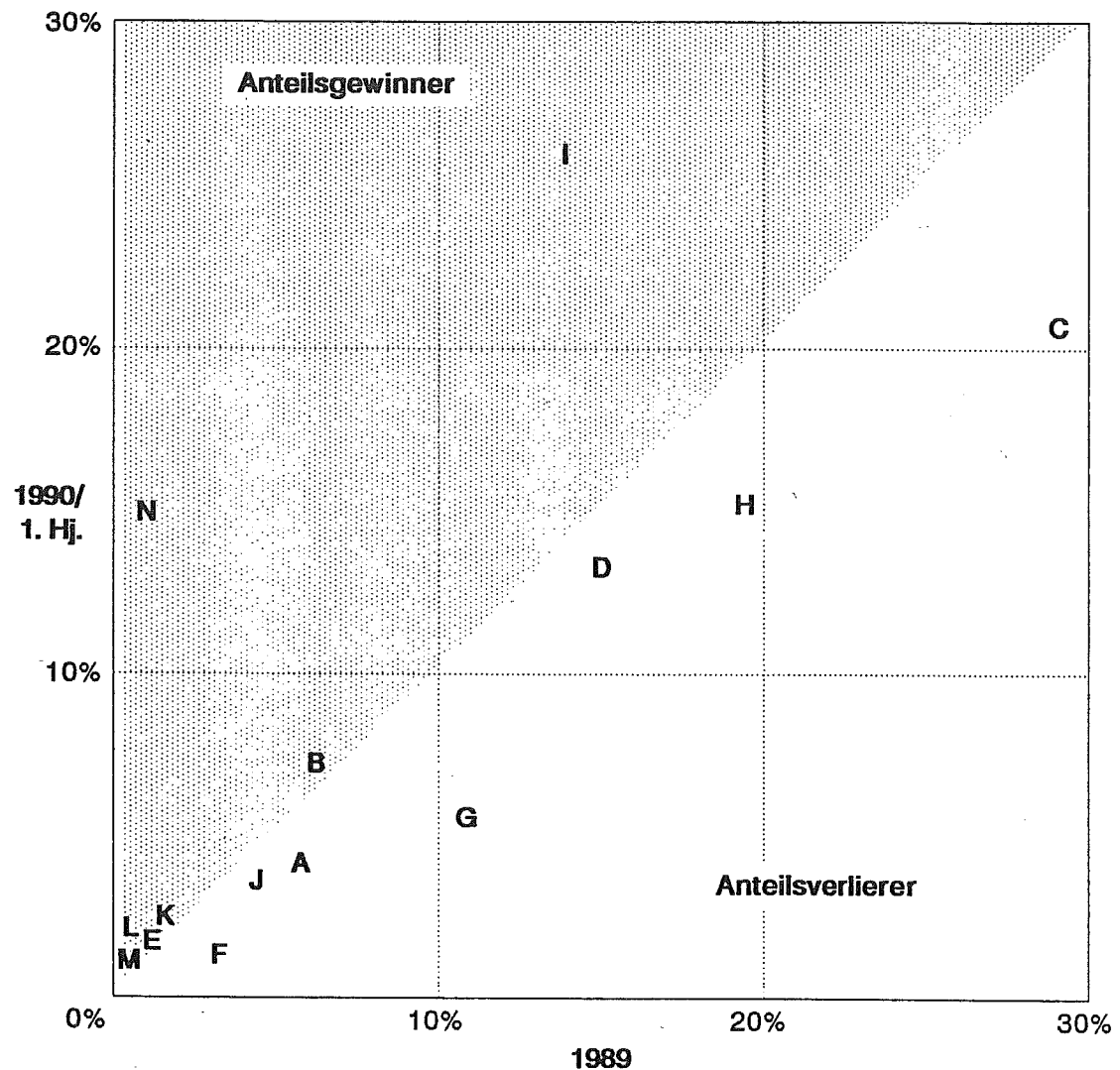
Während im Durchschnitt 12% aller Transaktionen deutscher Unternehmen ins Ausland gerichtet waren, betrug dieser Prozentsatz bei den »Akquisitionskönigen« beachtliche 23%.²⁰ Insgesamt sind diese 17 Unternehmen im Jahr 1985 bei etwa 10% aller erfaßten Transaktionen als Käufer aufgetreten; ihre Hauptzielländer waren die USA, Großbritannien und Frankreich. Jedoch ist inzwischen der Markt für Kaufobjekte, die für diese Unternehmen interessant sein könnten, weitgehend leergekauft

¹⁹ Transaktionszeitraum von 1985 bis inkl. 1. Halbjahr 1990.

²⁰ Dies hat seine Ursache auch darin, daß es oft aus kartellrechtlichen Gründen keine innerdeutschen Targets mehr gibt.

Verteilung der Beteiligungsarten

1990/1. Halbjahr und 1989



- A = kleiner 25%
- B = größer gleich 25% bis kleiner 50%
- C = größer gleich 50% bis unter 100%
- D = Übernahme 100%
- E = Aufstockung einer besteh. Beteiligung
- F = Beteiligung zu gleichen Teilen
- G = wesentliche Vermögensteile
- H = Beteiligungsquote nicht bekannt

- I = durch 2 und mehr Beteiligte neu gegründetes Unternehmen
 - J = Neugründung durch 1 Unternehmen
 - K = Fusion
 - L = Umstrukturierung, Neuordnung
 - M = Management Buy Out
 - N = Kooperation
- Mehrfachnennungen möglich

Quelle: M&A Review Database

Abbildung 6: Entwicklung der Beteiligungsarten 1989/1990

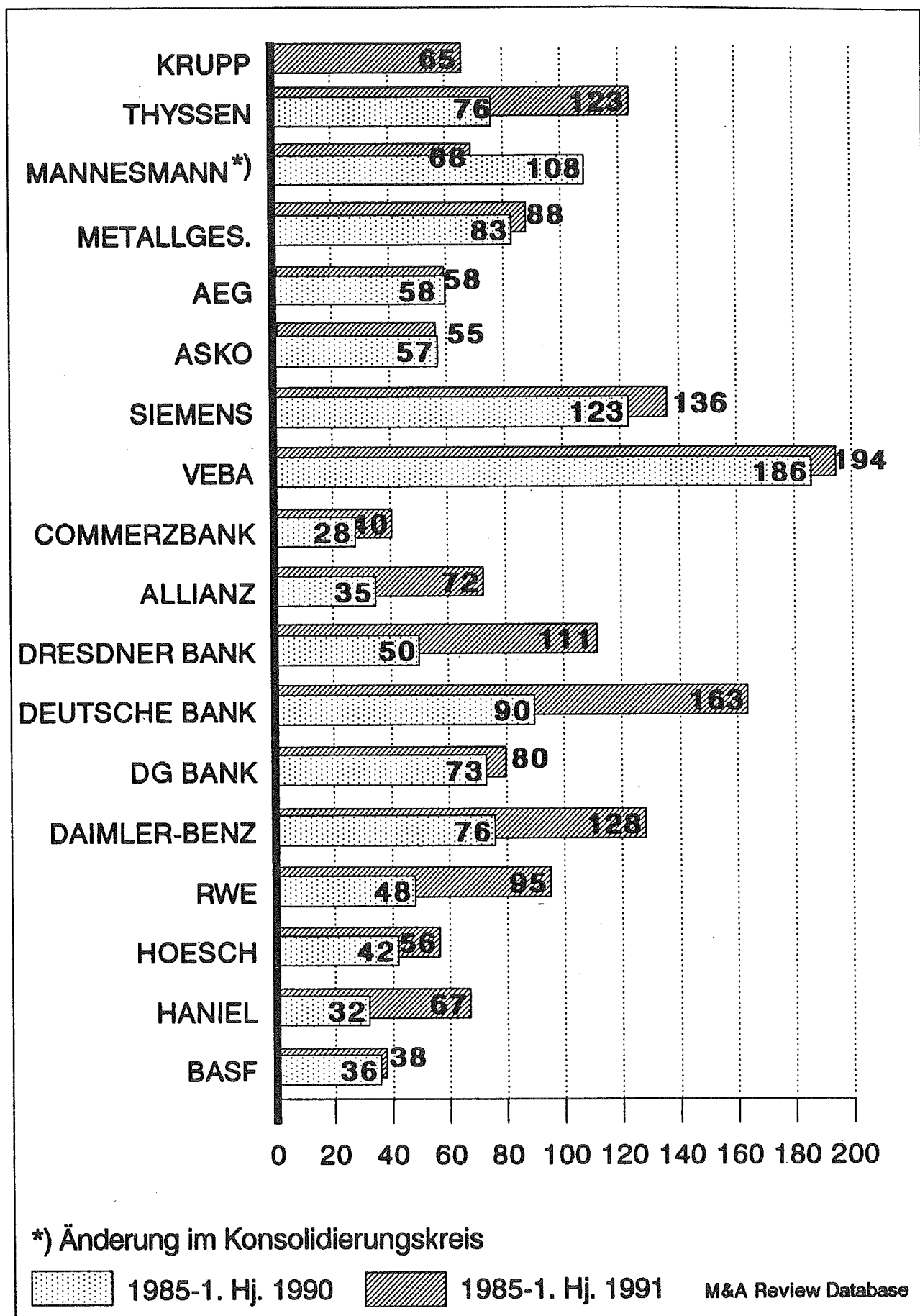
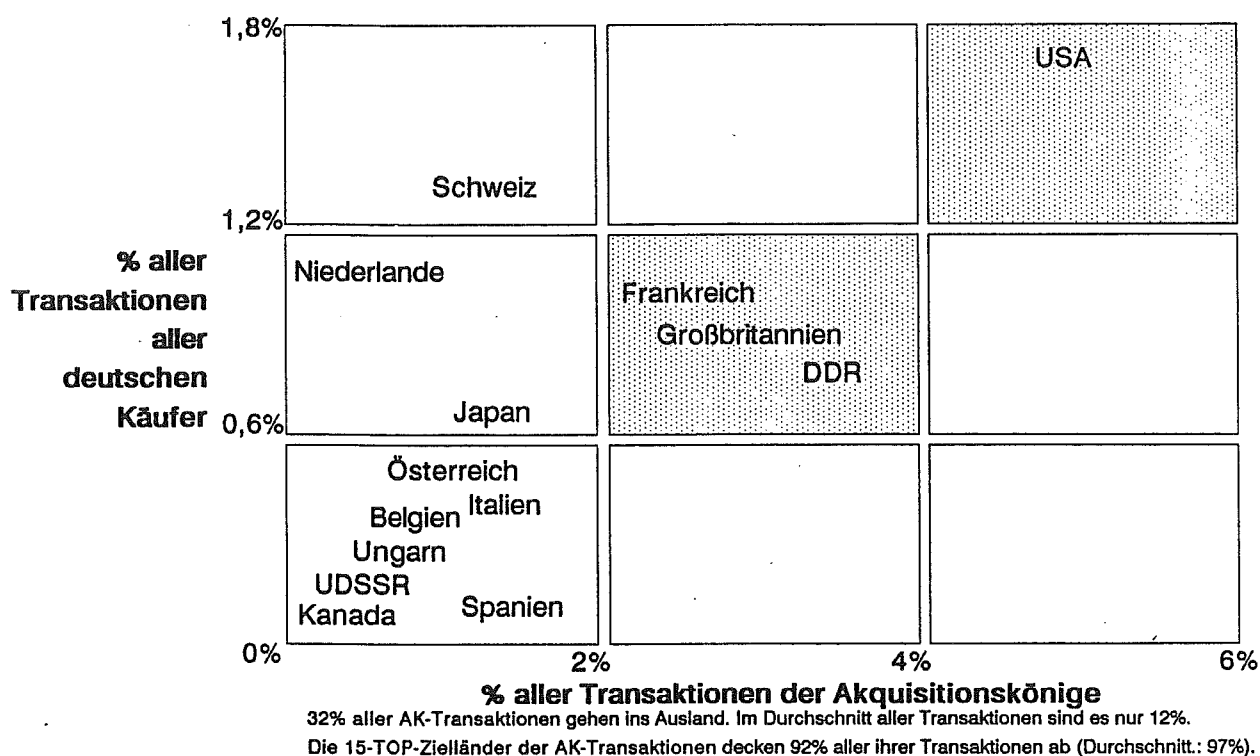


Abbildung 7: Die transaktions-aktivsten deutschen Unternehmen 1985–1991

Akquisitionskönige agieren internationaler



Branchenschwerpunkte bei den Akquisitionskönigen

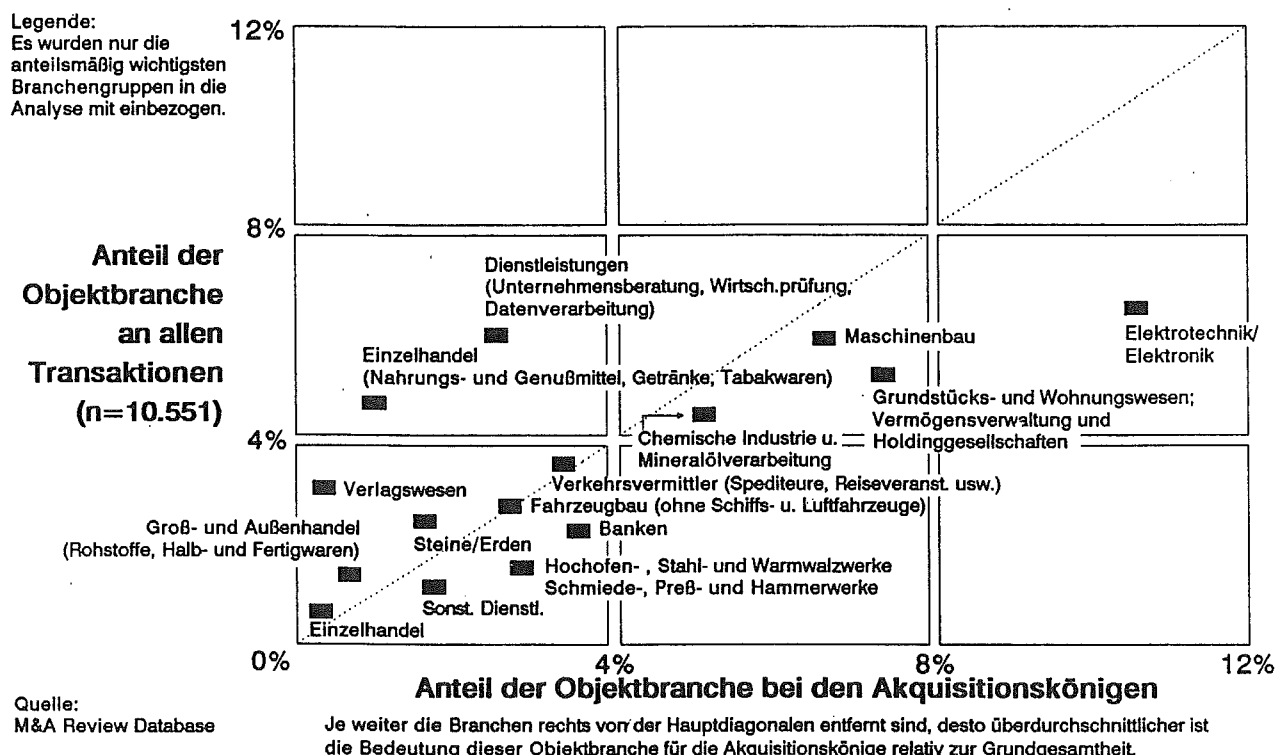


Abbildung 8: Aktivitäten der »Akquisitionskönige« 1985 bis 1. Halbjahr 1990

oder die entsprechenden Zielobjekte sind zu hochpreisig angesetzt. Nicht zuletzt hat das Auftreten ausländischer Kaufinteressenten die Unternehmenspreise deutlich nach oben getrieben. Deshalb dürfte der Anteil der Akquisitionskönige zukünftig rückläufig sein.

Man könnte sich nun fragen, ob Branchen, in die die Akquisitionskönige diversifizieren, hinsichtlich ihres Entwicklungspotentials eine Art Führungsposition übernehmen. Hier zeigt sich bei den Akquisitionskönigen ein eindeutiger Schwerpunkt in Richtung der Elektrotechnik/Elektronik. Weitere Schwerpunkte sind noch der Maschinenbau, die chemische Industrie und das Grundstücks- und Wohnungswesen. Sicherlich sind dies meist Branchen mit deutlichen Wachstumsaussichten in den nächsten Jahren. Weniger interessiert ist man am ebenfalls wachstumsträchtigen, aber hart umkämpften Beratungssektor, dem Verlagswesen und dem Handel.

Ausnahmen dürften auch in Zukunft Konzernunternehmen sein, die eine geänderte Unternehmenspolitik realisieren. Die Transaktionszahlen von Daimler-Benz verdeutlichen das. Der »schwäbische Autobauer« wandelt sich derzeit unter der Führung von Edzard Reuter zum internationalen Technologiekonzern, der durchaus für Allianzen, z. B. mit Mitsubishi, offen ist.

2.4 Cross-border-Aktivitäten bundesdeutscher Käufer- und Verkäuferunternehmen

Die bereits genannten Triebkräfte, die für die generelle Zunahme von Transaktionen unter deutscher Beteiligung verantwortlich sind, beeinflussen nicht gleichermaßen auch das grenzüberschreitende Akquisitionsverhalten. Ausländischen Käufern – oder deren Beratern – bereitet die mittelständische, teilweise darüber hinaus auch noch regional fokussierte Struktur einer Reihe von durchaus lukrativen Target-Branchen (wie z. B. die hierfür typischen Brauereien) oft erhebliche Probleme schon bei der Informationsgewinnung im Hinblick auf Eigentümer-, Vermögens- oder (tatsächliche) Ergebnisstrukturen. Auch die erwähnte geringe Zahl börsennotierter Gesellschaften und die vorwiegend privaten Eigentumsverhältnisse²¹ bewirken, daß der deutsche »Markt für Corporate Control« aus der Sicht ausländischer Unternehmen vergleichsweise intransparent ist. Hinzu kommen Restriktionen in der Qualität dieser »Corporate Control«, hervorgerufen durch personelle Verflechtungen in den Aufsichtsgremien, der starke Einfluß der Banken (Aufsichtsratsmitgliedschaften, Ausübung von Depotstimmrechten, Macht der Kreditinstrumente) sowie im Vergleich zum Ausland sehr ausgeprägte Mitbestimmungsregelungen, die ebenfalls eher hemmend auf Cross-border-Aktivitäten wirken. Ausländische Unternehmen bedau-

²¹ So standen 1988 – allein bei den Unternehmen mit mehr als 25 Mio. Umsatz p. a. – den 771 Aktiengesellschaften über 700 Einzelunternehmungen, fast 1 000 offene Handelsgesellschaften, etwa 7 500 Kommanditgesellschaften und weitere 5 500 Gesellschaften mit beschränkter Haftung gegenüber (Statistisches Bundesamt, 1988).

ern diese Konstellation nicht zuletzt angesichts der vergleichsweise kraftlosen Publikationsbedingungen, die z. B. mit dem Erwerb von Minderheitsanteilen an börsennotierten Gesellschaften verbunden sind.²²

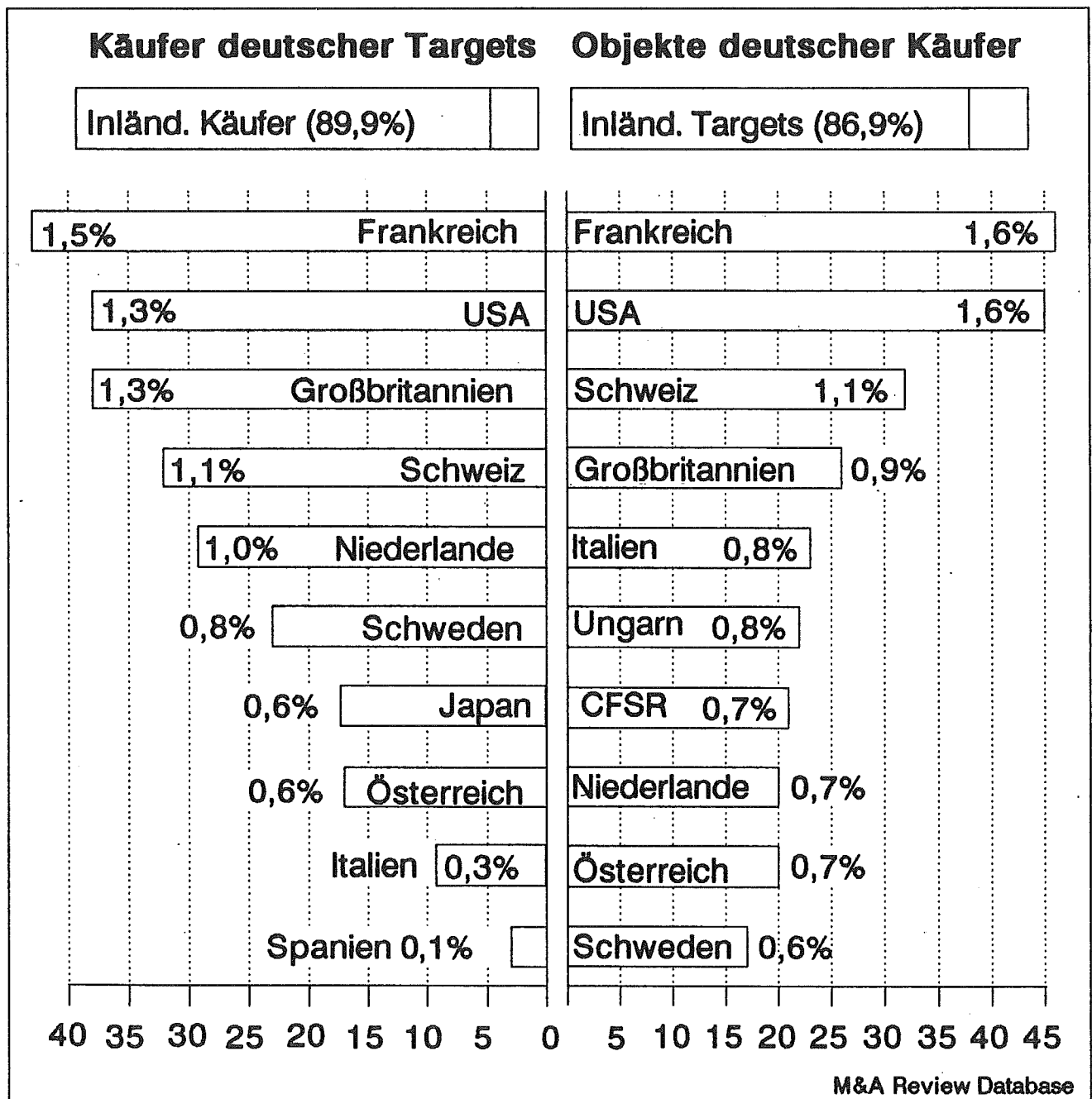


Abbildung 9: Herkunfts- bzw. Zielländer deutscher Cross-border-Transaktionen 1991

Anreize für ein Engagement in Deutschland hingegen liegen vornehmlich in der Schaffung oder Stärkung einer Position im sich konstituierenden europäischen

²² Vgl. Kap. 3.1.

Binnenmarkt, im hohen technischen Standard vieler mittelständischer Anbieter von Speziallösungen mit hohem »added value« (was den starken Fragmentierungsgrad vieler deutscher bzw. europäischer Branchen, der oft als weiterer Anreizfaktor aufgeführt wird, indes relativiert, da sich Aussagen über die Konzentrationsraten in der Regel auf *alle* Wettbewerber einer Branche beziehen, und zwar völlig unabhängig davon, ob sie als Massen- oder Spezialanbieter auftreten), und ferner in der Hoffnung auf Zugang zu osteuropäischen Märkten. Indiz hierfür ist nicht zuletzt auch die Nachfrage nordamerikanischer, französischer und japanischer Unternehmen nach Objekten der Treuhandanstalt aus den neuen deutschen Bundesländern der ehemaligen DDR. In bezug auch auf die Übernahme ostdeutscher Unternehmen durch ausländische Erwerber muß gesehen werden, daß die Treuhandanstalt neben dem vergleichsweise niedrigen Kaufpreis erhebliche Zusagen für Investitionen beim Target einfordert. So standen zum Jahreswechsel 1991/92 den Erlösen der Anstalt in Höhe von 19,5 Mrd. DM Investitionszusagen von 114 Mrd. DM gegenüber. Dennoch konnte Birgit Breuel, Präsidentin der weltweit größten Holding, bei ihrem Jahresrückblick eine positive Bilanz ziehen. Mit über 5200 privatisierten Unternehmen bzw. Betriebsteilen waren nahezu 50% der Fälle abgewickelt. Die mit dem Verkauf der großen, teilweise extrem konglomeraten Kombinate verbundene Spaltung in Betriebsteile wurde in der oben genannten Gesamtzahl von 2895 Transaktionen für 1991 allerdings nur nachvollzogen, wenn diese Teile auch in verschiedenen Transaktionen an unterschiedliche Erwerber veräußert wurden. Ausländische Investoren traten in 9,8% der Transaktionen direkt (oder über deutsche Tochtergesellschaften) als Käufer auf. Die stärksten Impulse gingen dabei von Frankreich aus (2,27 Mrd. DM Investitionsvolumen); auch die USA (1,5 Mrd. DM) und Großbritannien (1,3 Mrd. DM) kauften überdurchschnittlich.

Gründe für Auslandsakquisitionen deutscher Unternehmen liegen häufig im Zukauf spezifischer Wertschöpfungspotentiale, so etwa bei Technologien, deren Fortentwicklung wegen Interventionen des inländischen Gesetzgebers nicht im erwünschten Ausmaße verfolgt werden kann. Weitere Ursachen finden sich in der Begrenztheit des inländischen Marktes, die durch die politischen Änderungen der jüngsten Zeit – zumindest für konsumnahe Branchen – allerdings deutlich zurückgegangen ist, oder in der Lukrativität vergleichbarer Auslandsmärkte (z. B. dem britischen Markt für Lebensmittel, auf dem weit höhere Gewinnspannen realisiert werden als in der Bundesrepublik). Ferner spielen Grenzen eine Rolle, die das Bundeskartellamt dem Versuch deutscher Unternehmen setzt, eine notwendige »kritische Masse« im Sinne von Skaleneffekten, Marktpräsenz etc. durch die Übernahme inländischer Wettbewerber zu erreichen.²³ So vermuten Branchenkenner, daß sich nach dem Engagement der Allianz bei dem US-amerikanischen Fireman's Fund noch weitere deutsche Versicherungsanbieter in den Vereinigten Staaten in dieser Größenordnung engagieren werden. Viele andere Einflußfaktoren auf Käufer- wie auf

23 Diese Begründung gilt angesichts der nunmehr installierten europäischen Fusionskontrolle hingegen für die innereuropäischen Transaktionen nur noch sehr eingeschränkt.

Verkäuferseite, von Nachfolgeproblemen über angestrebte Synergieeffekte bis hin zu irrationalen Motiven, bewirken weitaus weniger zwingend eine grenzüberschreitende Transaktion. Jenseits der Binnenmarkt-Visionen scheinen ohnehin noch am ehesten sprachliche und kulturelle Differenzen Anhaltspunkte dafür zu liefern, wo überhaupt die »Borders« verlaufen, deren Überschreitung ein multinational organisierter Konzern ganz anders vollzieht als ein mittelständisches Unternehmen mit regionaler Prägung.

In der Zeit von 1985 bis 1991 läßt sich die folgende Entwicklung der grenzüberschreitenden Transaktionen im Bezug zur Bundesrepublik rekonstruieren: Betrachtet man zunächst die generelle Bereitschaft zu Engagements jenseits der Grenzen des eigenen Landes, so fällt auf, daß die Zahl der Beteiligungen deutscher Unternehmen im Ausland in den ersten Jahren zunächst nicht gravierend von der Zahl der Fälle, in denen deutsche Objekte von ausländischen Käufern erworben wurden, abwich. In den Jahren 1987 und 1989 war die Bundesrepublik dann deutlicher ein Netto-Verkäuferland, während 1988 und 1990 die Zahl der deutschen Auslandskäufe diejenige der ins Ausland abfließenden Beteiligungen übersteigt. 1991 war die Situation annähernd ausgeglichen. Abb. 9 zeigt die wichtigsten Käufer- und Objektländer 1991 und ihren Anteil an den Cross-border-Transaktionen.

Besonders die langfristigen Aussagen unterliegen allerdings einigen Einschränkungen: 1. kommen unterschiedliche Quellen zu teilweise gravierend verschiedenen Angaben, wobei die Käufe ausländischer Unternehmen nach Deutschland hinein von deutschen Quellen in den ersten Jahren eher unterproportional berücksichtigt werden, während aus der umgekehrten Perspektive, also der deutschen Käufe ins Ausland, dieser Mangel nicht zu beklagen ist; 2. berücksichtigt z. B. das Bundeskartellamt auch solche Transaktionen zweier ausländischer Partner, die eine erhebliche Inlandswirkung zeigen, und 3. sagt die Zahl der Transaktionen wenig über deren Qualität, da nicht zwischen geringfügigen Minderheitsbeteiligungen und vollständigen Erwerben unterschieden wird. Auch eine wertmäßige Erfassung – die in der Bundesrepublik aufgrund der extrem seltenen Nennung von Preisen derzeit ohnehin nicht zufriedenstellend möglich ist – kann letztlich nicht überzeugen, da nunmehr kaum nivellierbare Marktaspekte als Einflußfaktoren auftreten, d. h. der Preis für ein bestimmtes Maß an Corporate Control je nach Branchensituation erheblich variiert.

Unter diesen Vorbehalten entwickelt sich die Situation in der Bundesrepublik vergleichsweise konträr zum Cross-border-Verhalten in Europa. Nach einer Untersuchung von McKinsey²⁴ hat der Anteil der grenzüberschreitenden Transaktionen dort zahlenmäßig von 33% (1984) auf 28% (1989) bzw. bei wertmäßiger Betrachtung in den genannten Jahren von 49% auf 46% abgenommen. Innerhalb der Triade steht die Bundesrepublik im Mittelfeld, denn während in Japan 63% der Zahl bzw. 95% des Wertes aller Transaktionen grenzüberschreitend waren, ergeben sich für die Vereinigten Staaten lediglich Größen von 13% bzw. 12% (jeweils 1989). Dies darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, daß die Zahl der Cross-border-Transaktionen im

24 Vgl. The McKinsey Quarterly, Spring 1990, S. 15 ff.

genannten Zeitraum in allen drei Wirtschaftsräumen beachtlich zugenommen hat; in der Summe der Fälle um durchschnittlich 28%, bei den Werten sogar um 57%. Der weltweite M&A-Boom hat offensichtlich dazu geführt, daß die Wachstumsraten der grenzüberschreitenden Beteiligungen nach 1984 nicht mehr mit denen der Binnen-Transaktionen schritthalten konnten.

3. Rechtliche Besonderheiten

Im folgenden soll in einem kurzen Überblick auf die rechtlichen Rahmenbedingungen des M&A-Geschäfts eingegangen werden. Ein solcher Überblick vernachlässigt verständlicherweise viele differenzierende Aspekte. Hierzu sei auf die vertiefende Literatur bzw. die angegebenen Gesetzestexte verwiesen.

3.1 Zur Bedeutung der Rechtsform der beteiligten Unternehmen

In Deutschland sind etwa 75% aller Unternehmen Einzelunternehmen, ca. 12% entfallen auf OHG und KG, ca. 11% auf GmbH, rund 2% auf sonstige Rechtsformen und nur etwa 0,1% auf Aktiengesellschaften. Jedoch wickeln alle AGs 20% des steuerbaren Umsatzes ab. Ganze 50% entfallen auf Personengesellschaften, 25% auf GmbHs und auf sonstige Rechtsformen 5%.

Da bei den meisten bundesdeutschen Großunternehmen die Rechtsform der AG bzw. der GmbH anzutreffen ist, ist den Rechtsnormen des AktG und des GmbHG eine besondere Bedeutung beizumessen.

Durch die Umsetzung der Vierten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie des Rates der EG in nationales Recht²⁵ wurde die Zahl der publizitätspflichtigen Unternehmen drastisch erhöht. Nach geltendem Recht müssen Kapitalgesellschaften im Sinn der §§ 264 ff (AG, KGaA, GmbH) ihre Geschäftsberichte veröffentlichen. Dabei wird bezüglich des Ausmaßes der Offenlegung differenziert zwischen kleinen, mittelgroßen und großen Kapitalgesellschaften.²⁶ Es ist jedoch anzumerken, daß viele der dergestalt verpflichteten GmbHs den Vorschriften derzeit nicht in ausreichendem Maße nachkommen.

Die Konzernrechnungslegung richtet sich nach den §§ 290 ff HGB. Dabei ist besonderes Augenmerk auf die größenabhängige Befreiungsvorschrift des § 293 HGB zu richten. Wendet man nun den Blick auf die Aktiengesellschaften, dann scheint zweierlei besonders erwähnenswert zu sein:

1. Das Aktiengesetz regelt z. B. Bekanntmachungs- und Offenlegungspflichten

²⁵ Vgl. Bilanzrichtliniengesetz vom 19. Dezember 1985, eingefügt in das HGB, §§ 238–339.

²⁶ Vgl. §§ 325 ff HGB in Verbindung mit § 267 HGB.

beim Erwerb bestimmter Prozentanteile an Aktiengesellschaften oder anderen Unternehmen durch eine Aktiengesellschaft.²⁷

2. In Anlehnung an den »City Code on Takeovers and Mergers«²⁸ hat 1979 die Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium unverbindliche Leitsätze für öffentliche Kauf- und Umtauschangebote veröffentlicht. Bereits 1976 wurden die Insider-Handels-Richtlinien als freiwillige Verhaltensregeln von den Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern der großen deutschen AGs entwickelt. Für öffentliche Übernahmeangebote gibt es neben diesen Verhaltensrichtlinien keine spezifischen Vorschriften.

Auf europäischer Ebene wird derzeit im Ministerrat über den Vorschlag der EG-Kommission zu einer Dreizehnten Richtlinie für Übernahmeangebote diskutiert.²⁹ Sie soll spätestens am 1. Jänner 1993 in Kraft treten. Durch sie soll u. a. ein Mindestschutz des Empfängers des Angebotes gewährleistet werden. Dazu dient insbesondere die Verpflichtung, die Aktionäre gleichzubehandeln und sie umfassend zu informieren. Auch soll ein Schwellenwert festgelegt werden, bei dessen Erreichen ein öffentliches Angebot unterbreitet werden muß, das sich auf alle Wertpapiere der Gesellschaft bezieht. Schließlich sei noch erwähnt, daß dem Management in bezug auf seine Reaktionsmöglichkeiten die Hände noch mehr gebunden werden sollen.

3.2 Rechtliche Rahmenvorgaben für Fusionen und Akquisitionen

Es gibt im deutschen Recht keine spezifischen Rechtsnormen, die sich nur auf M&A-Aktivitäten beziehen. Deshalb muß man stets alle Gesetze, die auch nur im entfernten in Betracht zu ziehen sind, in eine rechtliche Prüfung mit einbeziehen. Von besonderer Relevanz ist dabei z. B. das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) sowie das AktG bzw. das GmbHG.

Wie in den meisten europäischen Ländern erlaubt die gegenwärtige Gesetzeslage in der Bundesrepublik die zwangsweise Übernahme einer Minderheit, wenn sich 95% aller Aktien im Besitz einer anderen AG befinden. Die Minderheitsaktionäre haben Anspruch auf eine angemessene Abfindung, welche durch Aktien an der Hauptgesellschaft abgegolten werden kann oder in besonderen Fällen durch eine Barauszahlung.

Eine seltene Form des Erwerbs ist die Fusion bzw. Verschmelzung. Die Verschmelzung ist die einzige Zusammenschlußform, welche das Fortbestehen einer rechtlich selbständigen Einzelwirtschaft beendet. Folglich liegt hier ein Zusammenschluß mit der höchsten Bindungsintensität vor. Die aufnehmende Gesellschaft muß die Rechtsform einer AG oder KGaA haben, und die übertragende Gesellschaft muß die

27 Vgl. §§ 29, 21 AktG.

28 Das »Panel on Takeovers and Mergers« ist ein unabhängiges Gremium in Großbritannien, welches bereits 1968 die Abwicklung von Fusionen und Akquisitionen durch Verhaltensempfehlungen regelte. Der Abwicklungskodex des City Code hat keine Gesetzeskraft, ist aber gewohnheitsmäßig bindend für alle Akteure.

29 Vgl. Assmann/Basaldúa/Bosenhard/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 253 ff.

Rechtsform der AG, KGaA, GmbH oder bergrechtlichen Gewerkschaft nach geltendem Aktiengesetz aufweisen.³⁰ Das Vermögen der verschmolzenen Teilgesellschaften geht auf die neue Gesellschaft im Rahmen der Gesamtrechtsnachfolge über. Die Aktionäre erhalten als Gegenleistung Anteile an der neuen Gesellschaft. Bei einer qualifizierten Mehrheit an einer Aktiengesellschaft besteht die Möglichkeit, die Leitungsmacht durch einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzusichern.³¹

Der Markt der kreditfinanzierten Übernahmen (Leveraged-Buyouts) befindet sich erst in den Anfängen. Der starke Rückgang von LBOs in den USA und das restriktive Aktienrecht³² in der BRD haben bisher die Anzahl von LBOs in der Bundesrepublik auf einem unbedeutenden niedrigen Level gehalten. Der Lignotock-LBO und seine Probleme haben die Popularität dieses Verfahrens nicht gerade erhöht.

Die starken Konzentrationstendenzen in der deutschen Wirtschaft haben dazu geführt, daß über 70% des deutschen Aktienkapitals in Konzernzusammenhängen gebunden sind. Das Aktiengesetz von 1965 erhält zwar Regeln bezüglich des Phänomens der verbundenen Unternehmen, indem es Maßnahmen zum Schutz abhängiger Gesellschaften, ihrer Gläubiger und außenstehender, nicht zum Konzern gehöriger Aktionäre trifft.³³ Es darf aber nicht übersehen werden, daß dennoch dem Richterrecht eine große Bedeutung zukommt, weil große Teile des Konzernrechts keine Regelung im AktG erfahren haben.

3.3 Arbeitsrecht

Erfolgt der Erwerb einer deutschen Gesellschaft durch die Übertragung von Geschäftsanteilen (»Share-Deal«), so bleibt die Unternehmensidentität erhalten, und es werden die Arbeitsverhältnisse nicht tangiert.³⁴ Bei der Übertragung von Wirtschaftsgütern und Verbindlichkeiten (»Asset-Deal«) kann es sich um einen Betriebsübergang³⁵ bzw. Teilbetriebsübergang handeln. Der Erwerber tritt für sämtliche zum Zeitpunkt des Betriebsübergangs bestehenden Arbeitsverhältnisse ein.³⁶

Von grundsätzlicher Bedeutung für Unternehmen ist die Mitbestimmung der Arbeitnehmerschaft. Sie findet ihren rechtlichen Ansatz im Vorstand bzw. Aufsichtsrat, der

30 Vgl. Schubert/Küting, Unternehmenszusammenschlüsse, S. 318 ff.

31 Vgl. Morgan Grenfell, Handbuch, S. 38–39.

32 Das Aktiengesetz von 1965 mit den Änderungen durch das Bilanzrichtliniengesetz vom 19. Dezember 1985 unterbindet grundsätzlich, daß Vermögensgegenstände der Targetgesellschaft als Sicherungsmittel für die Finanzierung des Anteilserwerbs eingesetzt werden dürfen. Diese, in den USA weitverbreitete Sicherungsform für LBOs widerspricht den Bestimmungen über die Erhaltung des Grundkapitals.

33 Siehe hierzu § 15 AktG und ins. §§ 281 ff AktG.

34 Vgl. Morgan Grenfell, Handbuch, S. 42–43.

35 Im Sinne des § 613a BGB liegt ein Betriebsübergang vor, wenn die wesentlichen sachlichen und immateriellen Betriebsmittel auf den Erwerber übergehen.

36 Vgl. § 613a BGB.

als Unternehmensorgan die Interessen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern repräsentiert.³⁷

3.4 Wettbewerbsrecht

In der Bundesrepublik Deutschland stellt das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB), das auch als Kartellgesetz bezeichnet wird, das Instrument zur Sicherung einer Wirtschaftsstruktur dar, die den Bestand des Wettbewerbs garantieren und eine Vermachtung der Märkte verhindern soll. Das grundsätzliche Kartellverbot (§ 1 GWB), die Mißbrauchsaufsicht über marktbeherrschende Unternehmen (§ 22 Abs 4 GWB) und nicht zuletzt die Zusammenschlußkontrolle (Fusionskontrolle) stellen die drei »Säulen« des GWB dar.

Im Rahmen der Fusionskontrolle hat das Bundeskartellamt (BKartA) die Befugnis, Unternehmenszusammenschlüsse zu untersagen, wenn zu erwarten ist, daß durch sie eine marktbeherrschende Stellung entsteht oder verstärkt wird (§ 24 Abs 1 u. 2 GWB).

3.4.1 Unternehmenszusammenschlüsse im Sinne des Gesetzes

In § 23 Abs. 2 GWB wird abschließend aufgeführt, welche Transaktionen als Unternehmenszusammenschlüsse im Sinne des Gesetzes anzusehen sind. Hierzu zählen im wesentlichen:

- der Erwerb des Vermögens oder wesentlicher Vermögensteile;
- der Kapitalerwerb, wenn die kumulierten Anteile des kaufenden Unternehmens 25% oder 50% des stimmberechtigten Kapitals des Targets erreichen oder dem Käufer eine Mehrheitsbeteiligung gewähren. Auch die Gründung oder Beteiligung an einem Gemeinschaftsunternehmen werden³⁸ als Zusammenschluß gewertet. Gleiches gilt bei Kapitalerwerb, welcher dem Erwerber eine Rechtsstellung verschafft, die bei der Aktiengesellschaft ein Aktionär mit mehr als 25% des stimmberechtigten Kapitals innehat;
- Verträge zur Konzernbildung oder -erweiterung, zur Gewinnabführung oder Unternehmensführung sowie Vermietung oder Verpachtung des ganzen oder wesentlicher Teile des Unternehmens;
- personelle Verflechtungen von Aufsichtsrat, Vorstand oder Geschäftsführung der beteiligten Unternehmen;
- Verbindungen zur Begründung unmittelbarer oder mittelbarer Beherrschungstatbestände.

³⁷ Die gesetzlichen Grundlagen finden sich im Betriebsverfassungsgesetz (BetrVG), im Mitbestimmungsgesetz (MitbestG) und im MontanMitbestG.

³⁸ Nach Maßgabe der § 23 II Nr. 2, 3 GWB.

Eine Ausnahme liegt gemäß § 23 Abs 3 Satz 2 GWB vor, wenn ein Kreditinstitut zum Zweck der Veräußerung auf dem Markt Anteile an einem anderen Unternehmen erwirbt. Solange es die Stimmrechte aus dem Anteilserwerb nicht ausübt und sofern die Weiterveräußerung innerhalb eines Jahres erfolgt, wird die Beteiligung nicht als Zusammenschluß im Sinne des Gesetzes qualifiziert. Hier kann ein interessanter Weg zur Vorbereitung von M&A-Deals in Deutschland über den »Parkplatz Bank« vorgezeichnet sein.

3.4.2 Anzeigepflicht beim Zusammenschluß von Unternehmen

Ist die Transaktion als Zusammenschluß zu werten, so ist sie dem BKartA gemäß § 23 Abs 1 GWB unverzüglich anzuzeigen, wenn

- die Unternehmen hierdurch einen Marktanteil von 20% erreichen oder erhöhen bzw. eines der beteiligten Unternehmen bereits vorher über einen entsprechenden Marktanteil auf einem anderen Markt verfügte, oder
- die Unternehmen zu einem Zeitpunkt innerhalb des letzten vor dem Zusammenschluß endenden Geschäftsjahres zusammen einen Umsatz von mindestens DM 500 Mio. oder mindestens 10 000 Beschäftigte aufweisen. Eine Ausnahme bilden Unternehmen des Pressebereiches: hier liegt die entsprechende Umsatzschwelle bei DM 25 Mio.

Zu beachten ist, daß von der Anzeigepflicht auch Unternehmenszusammenschlüsse im Ausland betroffen sind, da gemäß § 23 Abs 1 GWB in Verbindung mit § 98 Abs 2 GWB nicht auf den Ort der Veranlassung der Transaktion, sondern auf die Wirkung im Geltungsbereich des Gesetzes abgestellt wird.

Da die Anzeigepflicht auch dem Zweck dient, dem Bundeskartellamt einen Überblick über Zusammenschlüsse zu geben, hat der Gesetzgeber beschlossen, nicht alle anzeigepflichtigen Unternehmenszusammenschlüsse auch der Fusionskontrolle zu unterwerfen. Mit Hilfe der sogenannten Toleranzklauseln des § 24 VIII GWB wurde so die Fusionskontrolle auf die gesamtwirtschaftlich besonders relevanten Fälle beschränkt.

3.4.3 Anmeldung von Zusammenschlußvorhaben

Von der nachträglichen Anzeigepflicht ist die präventive Anmeldung von Zusammenschlußvorhaben gemäß § 24a GWB zu unterscheiden. Sie ist grundsätzlich freiwilliger Natur, so daß Unternehmen, die einen Zusammenschluß planen, sich Gewißheit über eine mögliche Untersagung verschaffen können. Ist ein Zusammenschlußvorhaben angemeldet, so darf das BKartA dies innerhalb einer Frist von vier Monaten nur dann untersagen, wenn es im Laufe eines Monats mitteilt, daß es in die Prüfung des Vorhabens eingetreten ist.

Verpflichtend ist die präventive Anmeldung des Zusammenschlusses, wenn einer

der in § 24 a Abs 1 Nr. 1–3 GWB genannten Aufgreifstatbestände erfüllt ist, d. h. insbesondere dann, wenn eines der beteiligten Unternehmen einen Umsatz von mindestens DM 2 Mrd. hat oder mindestens zwei der beteiligten Unternehmen im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr Umsatzerlöse von mindestens DM 1 Mrd. aufzuweisen haben.

3.4.4 Die Untersagung von Zusammenschlüssen

Wie eingangs erwähnt, hat das BKartA die Befugnis, Zusammenschlüsse zu untersagen, wenn durch sie eine marktbeherrschende Stellung entsteht oder verstärkt wird. Zur Untersagung kommt es jedoch nicht, wenn die beteiligten Unternehmen nachweisen, daß die durch den Zusammenschluß entstehenden Verbesserungen der Wettbewerbsbedingungen die entsprechenden Nachteile überwiegen (§ 24 Abs 1 GWB).

a) Die Marktbeherrschung

Marktbeherrschend im Sinne des Gesetzes ist ein Unternehmen dann, wenn es

- ohne Wettbewerber ist oder keinem wesentlichen Wettbewerb ausgesetzt ist (§ 22 Abs 1 Nr. 1 GWB) oder
- eine im Verhältnis zu seinen Wettbewerbern überragende Marktstellung hat (§ 22 Abs 1 Nr. 2 GWB).

Es ist evident, daß das Gesetz aufgrund der unbestimmten Rechtsbegriffe »wesentlicher Wettbewerb« und »überragende Marktstellung« nicht in der Lage sein kann, für Rechtssicherheit zu sorgen. Hieran ändern auch die (nicht abschließend) aufgezählten Kriterien des § 22 Abs 1 Nr. 2 GWB, die zur Identifizierung einer überragenden Marktstellung herangezogen werden sollen, nichts. Ebenso vermögen die Vermutungstatbestände des § 22 Abs 3 GWB, die auf Marktanteile abstellen, und des § 23 a Abs 1, die das Erreichen bestimmter Umsatzschwellen zugrunde legen, nicht, dieses Problem abschließend zu lösen.

b) Der relevante Markt

Hinzu kommt, daß im Einzelfall festgelegt werden muß, auf welchem Markt die marktbeherrschende Stellung vorliegt. Die Abgrenzung dieses »relevanten Marktes« hat nach sachlichen, räumlichen und zeitlichen Kriterien zu erfolgen. In sachlicher Hinsicht wird beispielsweise auf das Bedarfsmarktkonzept rekurriert, welches auf die Substituierbarkeit der Güter aus Sicht der Nachfrager abstellt. Auch die hier in Rede stehenden Kriterien sind in einem hohen Maße interpretationsfähig und -bedürftig. Für die Praxis der Rechtsanwendung ist festzustellen, daß das BKartA tendenziell zu einer restriktiven Festsetzung des relevanten Marktes neigt.

Da eine allen Aspekten Rechnung tragende Diskussion der angesprochenen Probleme aufgrund der Komplexität des Themas eine breitere Darstellung verlangt, diese jedoch den Rahmen des vorliegenden Beitrages sprengen würde, sei an dieser Stelle auf die einschlägige Judikatur und Fachliteratur verwiesen.

3.4.5 Rechtsmittel

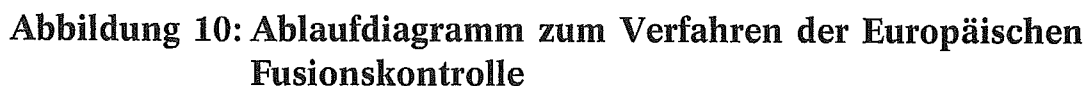
Einer Untersagungsverfügung durch das BKartA können die betroffenen Unternehmen in zweierlei Hinsicht begegnen:

- Zum einen steht ihnen nach §§ 62 ff GWB innerhalb eines Monats das *Rechtsmittel der Beschwerde* beim Kammergericht Berlin offen. Die Beschwerde hat allerdings grundsätzlich keine aufschiebende Wirkung (zu den Ausnahmen siehe § 63 GWB), so daß der Zusammenschluß erst nach positivem Gerichtsbeschuß vollzogen werden kann. Gemäß § 73 GWB kann gegen die Entscheidung des Kammergerichts unter bestimmten Voraussetzungen Rechtsbeschwerde beim Bundesgerichtshof eingelegt werden.
- Zum anderen ist es möglich, eine sogenannte »Ministererlaubnis« zu beantragen. Dies kann vor oder nach dem Beschwerdeverfahren geschehen, d. h., die beiden Verfahren schließen einander nicht aus, sie dürfen aber auch nicht gleichzeitig betrieben werden. Gemäß § 24 Abs 3 GWB erteilt der Bundesminister für Wirtschaft auf Antrag die Erlaubnis zu dem Zusammenschluß, wenn im Einzelfall die Wettbewerbsbeschränkung von gesamtwirtschaftlichen Vorteilen des Zusammenschlusses aufgewogen wird oder durch ein überragendes Interesse der Allgemeinheit gerechtfertigt ist. Die Ministererlaubnis ist nicht zuletzt deshalb umstritten, weil der Minister im Hinblick auf die Interpretation der gerade genannten Kriterien einen sehr weiten – nur beschränkt justiziablen – Ermessens- und Beurteilungsspielraum hat. Daß dies regelmäßig zu massiver Einflußnahme von seiten der verschiedensten Parteien und Interessenvertreter auf das Erlaubnisverfahren führt, hat einmal mehr die Fusion Daimler-Benz/MBB gezeigt. Dieser im Rahmen der Ministererlaubnis mit Auflagen genehmigte Zusammenschluß hat das Thema M&A über den wettbewerbspolitischen Rahmen hinaus in die gesellschaftspolitische Diskussion gerückt. Bundeswirtschaftsminister Hausmann hat allerdings mehrfach den Ausnahmecharakter dieser Maßnahme betont, so daß davon auszugehen ist, daß das Instrument der Ministererlaubnis in absehbarer Zukunft im Rahmen des Ermessensspielraums eher zurückhaltend gehandhabt wird.

3.4.6 Die europäische Dimension

Aufgrund der »Verordnung (EWG) Nr. 4064/89 des Rates vom 21. Dezember 1989 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen« sind seit dem 21. September 1990 Zusammenschlußvorhaben anstelle einer nationalen Behörde von der EG-Kommission zu untersuchen, wenn sie bestimmte Größenmerkmale überschreiten. Dies ist der Fall, wenn

- der Weltumsatz der fusionierenden Unternehmen mindestens ECU 5 Mrd. beträgt,
- der EG-Umsatz bei mindestens zwei Unternehmen eine Höhe von jeweils mehr als ECU 250 Mio. beträgt und höchstens $\frac{2}{3}$ des EG-Umsatzes in nur einem Mitgliedsstaat erreicht werden.



Vor dem Hintergrund, daß die Bundesrepublik wohl über die strengste Unternehmenszusammenschlußkontrolle der europäischen Staaten verfügt, ist von besonderem Interesse, daß sie sich bezüglich der Zuständigkeit des BKartA eine »Restkompetenz« sichern konnte. Demnach besteht gemäß Art 9 die Möglichkeit, daß in bestimmten Fällen ein Mitgliedsstaat an Stelle der an sich allein zuständigen Kommission einen Zusammenschluß – nach seinem eigenen nationalen Recht – beurteilen darf. Ein Interesse der Mitgliedsstaaten, einen Fall selbst zu behandeln, liegt dann nahe, wenn ein Zusammenschluß die Wettbewerbssituation auf dem Gemeinsamen Markt nicht beeinträchtigt, sehr wohl aber die auf dem nationalen Markt.

Nachdem ein Zusammenschluß bei der Kommission angemeldet worden ist (Art 4), muß diese der nationalen Wettbewerbsbehörde binnen dreier Arbeitstage eine Kopie der Anmeldungen zusenden (Art 19 I). Auf der Grundlage der Fragestellung, ob der Zusammenschluß aus ihrer Sicht

- eine beherrschende Stellung zu begründen oder zu verstärken droht,
 - durch die wirksamer Wettbewerb
 - auf einem gesonderten Markt im Sinn des Art 7 VII erheblich behindert werden würde,
- prüft die nationale Behörde, ob sie ihre Restkompetenz geltend machen will. Welche Folgen dies hat, veranschaulicht das Ablaufdiagramm (Abbildung 10) zum Verfahren der Europäischen Fusionskontrolle.

4. Steuerrechtliche Bestimmungen

Die Form des Erwerbs von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen wird sehr stark von steuerlichen Bestimmungen beeinflusst. Wie bereits erwähnt, ist dabei von zwei Arten des Unternehmenskaufs auszugehen: dem Kauf einer Beteiligung oder dem Kauf von Wirtschaftsgütern. Dabei gibt es keine steueroptimale Variante, sondern jede Erwerbsform hat bezüglich der jeweiligen Transaktion ihre spezifischen Vor- und Nachteile.

4.1 Einkommensteuer

Der Veräußerungserfolg durch den *Verkauf von einzelnen Wirtschaftsgütern* gehört zu den laufenden Einkünften. Wird jedoch die Veräußerung im Rahmen einer Betriebsaufgabe vorgenommen, so stellt der Veräußerungsgewinn einen Teil des Betriebsaufgabeerfolges dar, und es wird nach Maßgabe der §§ 34, 16 EStG nur der halbierte Steuersatz herangezogen. Statt dessen kann ein steuerlicher Vorteil auch erreicht werden, indem teilweise die Übertragung der Reserven vorgenommen wird.³⁹

Werden im Falle des *Asset-Deal* einzelne Wirtschaftsgüter des Betriebsvermögens veräußert, so ist der Veräußerungsgewinn steuerlich nicht begünstigt. Werden dage-

³⁹ Vgl. § 6 b, § 6 c EStG.

gen »geschlossene Komplexe« (der ganze Betrieb, ein Teilbetrieb,...) von Wirtschaftsgütern veräußert, dann ist der Veräußerungsgewinn nach Maßgabe der §§ 16, 34 EStG steuerlich begünstigt. Dies gilt im wesentlichen auch für die Veräußerung von Anteilen an Personengesellschaften, d. h. die Veräußerung von Anteilen an Personengesellschaften stellt keinen Share-Deal im steuerrechtlichen Sinne dar.

Beim *Share-Deal* (Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften) muß danach differenziert werden, ob die zu veräußernde Beteiligung sich im Betriebsvermögen (BV) oder im Privatvermögen (PV) befindet. Befindet sie sich im BV, so ist die Veräußerung nach den §§ 16, 34 EStG steuerlich begünstigt, wenn es sich um alle Anteile an einer Gesellschaft handelt und auch alle Anteile veräußert werden. Etwas komplizierter wird es, wenn sich die Beteiligung im PV befindet. Grundsätzlich ist der dann entstehende Veräußerungsgewinn nicht steuerbar. Nach Maßgabe des § 17 EStG ist dieser Veräußerungsgewinn aber doch (ermäßigt) steuerbar, wenn die Beteiligung mehr als 25% beträgt. Selbst bei einer im PV gehaltenen Beteiligung von 25% bzw. darunter kann es passieren, daß der Veräußerungsgewinn zu versteuern ist. Dies ist dann der Fall, wenn der Zeitraum zwischen Anschaffung und Veräußerung nicht mehr als sechs Monate beträgt (sogenannte Spekulationsfrist).

Zusammenfassend betrachtet, ist es aus einer steuerlichen Perspektive für den Veräußerer am günstigsten, eine 25%ige und seit mindestens sechs Monaten sich im PV befindliche Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft zu veräußern, weil dann keine ESt auf den Veräußerungsgewinn anfällt. Dabei wird allerdings eine sukzessive Veräußerung weiterer Anteile im EStG erschwert. Hier gilt nach Maßgabe des § 17 EStG eine Fünfjahresfrist.

4.2 Gewerbesteuer

Die Gewerbesteuer besteuert als Realsteuer den Ertrag⁴⁰ und das Kapital⁴¹ von Unternehmen. Sie ist als Gemeindesteuer die wichtigste originäre Einnahmequelle der Gemeinden.⁴² Es existiert in der BRD kein einheitlicher Gewerbesteuersatz, sondern er variiert von Gemeinde zu Gemeinde. Seit langer Zeit beschäftigen sich Bundesausschüsse mit einer Gemeindesteuerreform bzw. -abschaffung. Eine Einigung des Bundes, der Länder und der Kommunen ist jedoch noch nicht abzusehen.

40 »Gewerbesteuer nach dem Gewerbeertrag« Gewerbeertragsteuer (GewErtrSt).

41 »Gewerbesteuer nach dem Gewerbekapital« Gewerbekapitalsteuer (GewKapSt).

42 Vgl. Haberstock (1984), S. 135 ff.

4.3 Körperschaftsteuer

Der Körperschaftsteuer unterliegt das Einkommen der in § 1 UStG genannten Steuersubjekte. Doppelbesteuerungsabkommen⁴³ regeln das Anrechnungsverfahren von im Ausland entrichteten Steuern. Es wird ein zweistufiges System der Gewinnbesteuerung praktiziert und ein Steuersatz von 36% auf ausgeschüttete Gewinne und auf thesaurierte Gewinne von 56% erhoben. Das sogenannte Anrechnungsverfahren verhindert eine Doppelbesteuerung bei der Gesellschaft und dem Anteilseigner. Aktionäre mit ihrem Wohnsitz bzw. gewöhnlichen Aufenthaltsort, ihrer Geschäftsleitung oder ihrem Sitz in der BRD geben für die Körperschaft- oder Einkommensteuer den auf ihre Anteile entfallenden, zur Ausschüttung bestimmten Gewinn vor Steuern an. Dieser Betrag beinhaltet die Barausschüttung, Kapitalertragsteuer und die Ausschüttungsteuer von 36%. Unbeschränkt steuerpflichtige Aktionäre besitzen einen Anspruch auf die Anrechnung der Körperschaft- und Kapitalertragsteuer auf die Steuerschuld. Sollte der Anrechnungsbetrag die Steuerschuld übersteigen, wird der Restbetrag erstattet.⁴⁴

Mindernd auf die Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuern wirken alle Betriebsausgaben und Abschreibungen auf das Anlagevermögen (AfA).

Zahlreiche Sondervorschriften, welche industriepolitischen Charakter aufweisen, vermindern die Steuerlast der Unternehmen. Beispielhaft wären hier die Berlinförderung und die Zonenrandförderung zu nennen. Diese Regelungen bleiben trotz des Vereinigungsprozesses weiter gültig, bis die gesetzten Fristen abgelaufen sind oder die Gesetze aufgehoben werden. Letzteres dürfte aber nur mit Übergangsfristen und gewährtem Vertrauensschutz für bestehende Anlagen möglich sein. In der ehemaligen DDR können nach § 3 des Steueränderungsgesetzes⁴⁵ Steuervergünstigungen⁴⁶ für Unternehmen in Ostdeutschland gewährt werden, die über die Regelungen in der Bundesrepublik hinausgehen. Sie betreffen insbesondere:

- Entwicklung und Einführung von Verfahren und Erzeugnissen, die einen hohen wissenschaftlich-technischen Entwicklungsstand aufweisen;
- Aktivitäten, die zu höheren Lieferungen und Leistungen für den Export führen;
- die Schaffung neuer Arbeitsplätze in bestehenden Betrieben oder Unternehmen;
- die Realisierung von Umweltschutzmaßnahmen.

43 Das Bundesfinanzministerium erweitert ab dem 1. Jänner 1991 den Geltungsbereich aller Doppelbesteuerungsabkommen auf das Gebiet der ehemaligen DDR.

44 Vgl. Morgan Grenfell, Handbuch, S. 55 ff.

45 Vgl. hierzu im einzelnen § 3 Steueränderungsgesetz vom 6. März 1990 (GB 1. I S. 136) sowie die ergänzende Durchführungsbestimmung vom 16. März 1990 (GB1. I S. 195.).

46 Sonderabschreibungen im ersten Jahr bis zu 50%, im zweiten Jahr bis zu 30% und im dritten Jahr 20% des jährlichen Gewinns. Die steuerfreien Rücklagen können mit den Anschaffungs- oder Herstellungskosten begünstigter Wirtschaftsgüter verrechnet werden und nach fünf Jahren gewinnerhöhend aufgelöst werden, wenn keine Übertragung erfolgt.

5. Deutsch-österreichische Transaktionen

Objekt (Land)	Käufer (Land)	Bet.	Datum
A. Krugmann Citex Maschinen (D) (Maschinenbau)	Maschinenfabrik Andritz (A) (Maschinenbau)	B	01/90
Aluminium Gießerei Villingen (D) (Aluminium)	Austria Metall (AMAG) (A) (Aluminium)	Ü (100%)	
AluTeam KG (D) (Aluminium)	Austria Metall (AMAG) (A) (Aluminium)	MiB (25,1%)	
Andritz AG (A) (Industrieanlagen)	AGIV AG (D) (Beteiligungsgesellschaft)	MeB (51%)	11/87
Antoni, Hacker & Co (A) (Bank)	Deutsche Bank AG (D) (Finanzinstitut)	MeB	07/89
Antoni, Hacker & Co (A) (Bank)	Deutsche Bank AG (D) (Bank)	Ü (100%)	01/90
Austria Antriebstechnik (Maschinenbau)	Rothenberger-Gruppe (D) (Konglomerat)	B	
BBU Chemie GmbH (A) (Chemie)	Metallgesellschaft AG (D) (Konglomerat)	Ü (100%)	07/89
Biochemie GmbH (D) (Zitronensäure)	Montana (A) (Chemie)	Ü	06/88
Biozym-Enzym-Prod. GmbH (A) (Chemie)	Henkel KGaA (D) (Chemie)	B	12/85
Blumauer Kochgerätefabrik (A) (Apparatebau)	Buderus AG (D) (Stahl- und Leichtmetallbau)	B	12/85
Böhlerit (A) (Metall)	Gebr. Leitz & Co (D)	Ü (100%)	08/89
Cabos GmbH (A) (Süßwaren)	Schiller Lebensmittel GmbH (D) (Handel)	Ü (100%)	11/87
Deutsche Marathon (D)	ÖMV (A)	Ü (100%)	
Dichand & Falk GmbH (A) (Verlagswesen)	Westdeut. Allg. Zeitungsverl. (D) (Verlagswesen)	MiB (45%)	11/87
E. Zipperle GmbH (D) (Kfz-Zulieferer)	Porsche Holding GmbH (A) (Fahrzeugbau)	MeB (80%)	02/89
Ed Ast & Co (A) (Bau)	Philipp Holzmann (D) (Bau)	MeB (60%)	05/87
Enterlein GmbH (D) (Papier und Pappe)	Trierenberg (A)	Ü	04/89
Ernst Broeer GmbH (D) (Aluminiumgießerei)	Austrian Industries (A) (Konglomerat)	Ü	06/89
Eschmann Stahl GmbH & Co KG (D) (Stahl)	Austrian Industries (A) (Konglomerat)	Ü	11/89
ETK GmbH (A) (Eisen- und Stahl)	Schunk Industrieverw. GmbH (D) (Dienstleistung)	Ü (100%)	12/86

Dahm/Müller-Stewens: Bundesrepublik Deutschland

Eurogast GmbH (A) (Handel)	Service-Bund GmbH (D) (Handel)	B	01/90
Friedmann, A. KG (A) (Dienstleistung)	Siemens AG (D) (Elektrotechnik)	B	08/87
Gilgener Gastronomie GmbH (A) (Dienstleistung)	L. Huber (D)	MiB (10%)	11/87
Gilgener Gastronomie (A) (Dienstleistung)	R. Thyssen (D)	MeB (80%)	11/87
Haendler & Natermann (D) (Verpackungen)	Austria Metall (AMAG) (A) (Aluminium)	MeB (99%)	
Hallein Papier (Papier- und Druckindustrie)	PWA (Papier- und Druckindustrie)	B	
Heid (A) (Maschinenbau)	Rothenberger-Gruppe (D) (Konglomerat)	B	
Hinteregger (D) (Bau)	Maculan AG (A) (Bau)	MeB (51%)	08/88
Huma Supermagazin GmbH (A) (Handel)	Westdeutsche Landesbank (D) (Bank)	Ü (100%)	12/86
IFE (Kfz-Zulieferer)	Rothenberger-Gruppe (D) (Konglomerat)	B	
Interlux Handelsgesellschaft (A) (Handel)	Thyssen AG (D) (Holding)	Ü (90%)	08/89
Kalbermoor (D) (Bauwirtschaft)	Eternit Werke (A) (Bauwirtschaft)	B (50%)	05/90
Kapsch AG (A) (Elektrotechnik)	AEG AG (D) (Elektrotechnik)	B	02/89
Kirchner Transport (A) (Transport)	Rhenania Schifffahrts Sped. Ges. (D) (Transport)	MeB (97%)	12/85
Kurier AG (A) (Verlagswesen)	Westdeut. Allg. Zeitungsverl. (D) (Verlagswesen)	MiB (45%)	02/88
L-TEC-Elin Schweißtechnik (D) (Maschinenbau)	L-TEC Deutschland (D) (Maschinenbau)	MeB (60%)	06/88
Landrichter KG (A) (Leder- und Schuhindustrie)	Wortman GmbH (D) (Leder- und Schuhindustrie)	MeB (60%)	09/86
Magnifin GmbH (D) (Chemie)	Veitscher Magnesitwerke (A) (Chemie)	B (50%)	10/90
M.A.N.-Steyr (D) (Fahrzeugbau)	Steyr-Daimler-Puch (A) (Fahrzeugbau)	GU	09/89
Managementgesellschaft (A) (Dienstleistung)	Oltmanns Kunststoffwerk GmbH (D) (Kunststoff)	B	06/89
Managementgesellschaft (A) (Dienstleistung)	Tekum AG (D) (Kunststoff)	B	06/89
Manner (A) (Süßwaren)	Stollwerk AG (D) (Süßwaren)	Ü (100%)	04/87
OBI Heimwerker GmbH (D) (Handel)	Bauhaus GmbH (A)	B	02/87

Abschnitt E: Der Blick über die Grenzen

Oltmanns Gruppe (D) (Bau)	Wienerberger Baustoffe AG (Bau)	Ü	
Option Verlags GmbH (A) (Verlagswesen)	Holtzbrinck-Gruppe (D) (Verlagswesen)	B (50%)	05/89
Save-Rössler Bank (A) (Bank)	Bankhaus Aufhäuser (D) (Bank)	MiB (5%)	04/86
Schoeller-Bleckmann (Teile) (A)	MMM (D)	B (50%)	08/89
Schwäbische Papierfabrik (D) (Druck und Papier)	Mosburger (A)	MeB	08/90
Semperit Reifen GmbH (A) (Gummi)	Continental AG (D) (Gummi)	Ü (75%)	12/85
Steyr-Daimler-Puch (A) (Fahrzeugbau)	Zahnradfabrik Passau GmbH (D) (Kfz-Zulieferer)	B	06/90
Steyr-Daimler-Puch AG (A) (Nutzfahrzeuge)	MAN AG (D) (Nutzfahrzeuge)	MeB	09/89
Steyrermühl (A)	Haindl (D) (Papier)	B	
Tiroler Tageszeitung (A) (Verlagswesen)	Axel Springer Verlag (D) (Verlagswesen)	MiB (45%)	10/89
Union AG (A) (Chemie)	Linde AG (D) (Maschinenbau)	Ü (100%)	03/87
Union Versicherungs AG (A) (Versicherung)	Hamburg-Mannheimer (D) (Versicherung)	MiB (10%)	12/86
Voest Alpine AG (Krieglach) (A) (Maschinenbau)	Bauer, H. (D) (Maschinenbau)	B	11/87
Voest-Alpine Entwicklungsges. (A) (Dienstleistung)	R. Bosch GmbH (D) (Elektrotechnik)	B	05/90
Weiler Werkzeugmaschinen GmbH (A) (Maschinenbau)	Voest-Alpine Steinel GmbH (D) (Maschinenbau)	B	06/90
Werzalit (D)	Constantia Industrieholding (A) (Konglomerat)	Ü	
Willi Frank (D) (Erdöltechnik)	ÖMV (A) (Holding)	Ü (100%)	05/90
Zsolnay Verlag (A) (Verlagswesen)	Seydel (D) (Papier und Druck)	B	03/86

B : Beteiligung
 GU : Gemeinschaftsunternehmen
 JV : Joint-venture

Ü : Übernahme
 MeB : Mehrheitsbeteiligung
 MiB : Minderheitsbeteiligung

Literatur

- Assmann, H. D./Basaldua, N./Bosenhard, F./Peltzer, M., Übernahmeangebote, Berlin u. New York 1990
- Caytas, I./Mahari, J.: Im Banne des Investmentbanking, Stuttgart 1988
- Emmerich/Sonnenschein, Konzernrecht, 3. Auflage, 1989
- Gomez, P./Weber, B.: Akquisitionsstrategie, Stuttgart 1989
- Haberstock 1984
- Hauschka, Aspekte: Wirtschaftliche, arbeits- und gesellschaftsrechtliche Aspekte des Management-Buyout, BB 1987
- Hölters, W. (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, Köln 1989
- Holzapfel, H.-J./Pöllath, R.: Recht und Praxis des Unternehmenskaufs, Köln 1989
- Hopf/Hehl, Gesellschaftsrecht, 3. Auflage 1987
- Lutter/Waklers, Buyout: Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, AG 1989, 1. H.
- Morgan Grenfell (1989), Handbuch für den internationalen Unternehmenskauf, Berlin/Hamburg 1989
- Peltzer, Problematik: Rechtliche Problematik der Finanzierung des Unternehmenskaufs beim MBO, DB 1987
- Schubert, W., Küting, K. (1981), Unternehmungszusammenschlüsse, München 1981
- Siegert, M&A: M&A: Mehr als nur eine Modeerscheinung?, in: M&A Review 3/90
- The McKinsey Quarterly, Spring 1990
- Tipka/Lang, Steuerrecht, 12. Auflage 1989
- Wieselhuber/Spannagl, Situation: Situation und Zukunftsperspektiven von Inhaberunternehmen in der BRD, München 1988
- Über das aktuelle M&A-Geschehen unter deutscher Beteiligung berichtet die monatlich an der Hochschule St. Gallen erscheinende M&A Review.