

# Mergers & Acquisitions: Grundlagen

*Günter Müller-Stewens, Hendrik Vater & Inga Voss\**

Müller-Stewens, Günter; Vater, Hendrik; Voss, Inga: Mergers & Acquisitions: Grundlagen.

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

Artikel Nr. 4078, Aktualisierung 2007.

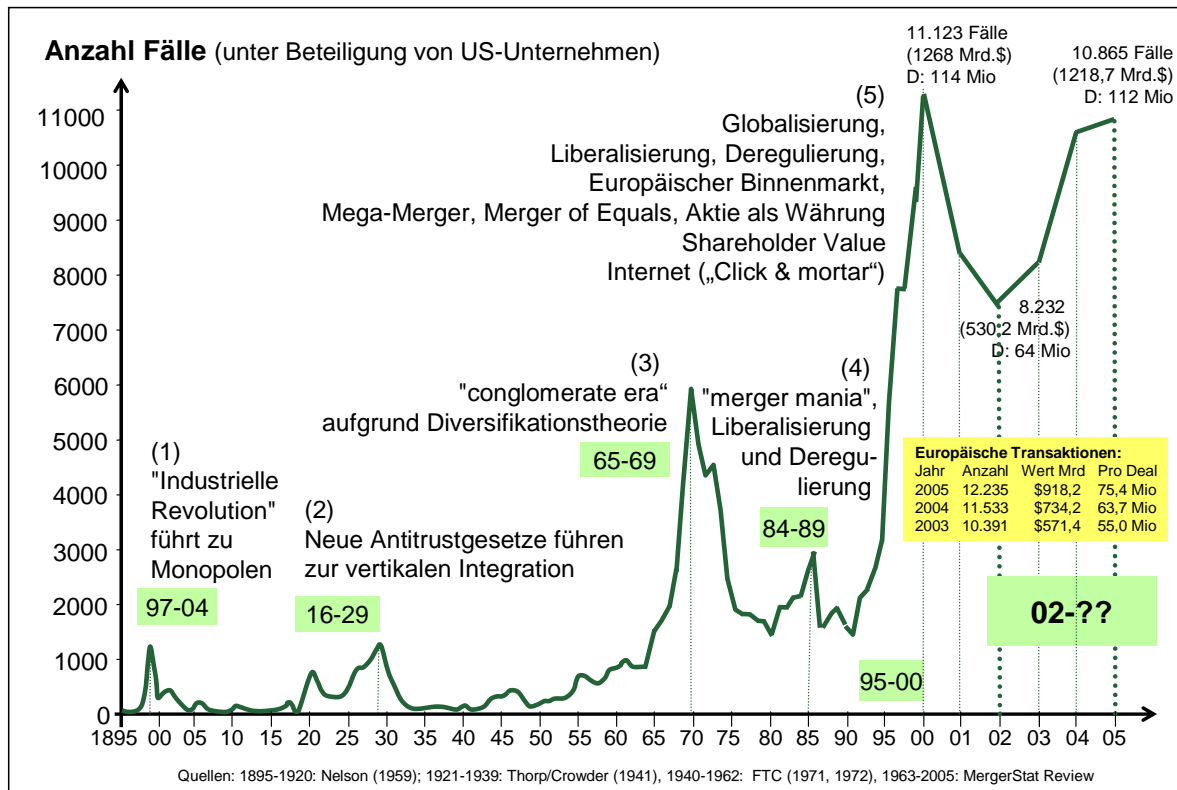
Der aus dem US-amerikanischen Investment Banking stammende Begriff Mergers & Acquisitions (M&A) umschreibt den Handel mit Unternehmensbeteiligungen (→Beteiligungsfinanzierung) und wird mit Fusionen und Unternehmensübernahmen übersetzt. Allerdings sind die Fälle, in denen zwei Unternehmen verschmolzen werden, seltener als der Erwerb von Unternehmensanteilen. Selbst in den Fällen, in denen von einem „Merger of Equals“, also einer Fusion unter gleichberechtigten Partnern, gesprochen wird, hat häufig einer der beiden Partner während der Verhandlungen die Überhand. Von einer Übernahme wird dann gesprochen, wenn der Erwerb von Unternehmensanteilen die Kontrolle des Managements des jeweiligen Unternehmens ermöglicht. Der Kaufpreis kann durch eine Barzahlung, einen Aktientausch (→Tauschgutachten), eine Kapitalerhöhung beim erworbenen Unternehmen oder eine Kombination dieser Instrumente entrichtet werden. Wenn der Käufer nicht über die entsprechenden finanziellen Mittel verfügt, kann er sich z.B. über eine Kapitalerhöhung, eine Kreditaufnahme oder den Verkauf von Unternehmerbeteiligungen finanzieren. Der einem Unternehmenskauf vorangehende Entscheidungsprozess ist strategischer Natur, wird von rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen beeinflusst und führt bei den drei Hauptbeteiligten, dem Käufer, dem Verkäufer und dem Kaufobjekt, häufig zu tief greifenden Veränderungen. Dem daraus resultierenden hohen Niveau an Komplexität versuchen der Verkäufer und der Erwerber in der Regel durch das Einbeziehen von professionellen M&A-Beratern, die über spezifisches Know How in den einzelnen Teilaspekten der Transaktion verfügen, besser gerecht zu werden.

## 1 USA: die Wiege der Mergers & Acquisitions

Bereits seit Anfang dieses Jahrhunderts lassen sich in den USA immer wieder Episoden erkennen, in denen es mit einer gewissen Regelmäßigkeit zu einem signifikanten Anstieg der M&A-Aktivitäten kommt. Deshalb könnte man sagen, dass das empirische Phänomen M&A als breitflächige Erscheinung seinen Ursprung in den USA hat. Inzwischen befinden wir uns bereits in der sechsten großen Merger-Welle, wie man in Abbildung 1 erkennen kann. Mit leichter Verzögerung schwappen diese Wellen in der Regel auch auf den Rest der Welt über, wobei hier natürlich auch lokale Ereignisse und Gegebenheiten einen Einfluss auf Stärke und Ausprägung der jeweiligen Merger-Welle haben. So war beispielsweise Anfang der 90er Jahre weltweit ein Abflauen der M&A-Aktivitäten zu beobachten, während in Deutschland die Wiedervereinigung – und hier speziell die Treuhandverkäufe – zu einem weiteren Anstieg der Transaktionszahlen führten.

\* Prof. Dr. Günter Müller-Stewens, Geschäftsführender Direktor Institut für Betriebswirtschaft, Universität St. Gallen.  
Dr. Hendrik Vater, Deutsche Post World Net, Bonn.  
Inga Voss, Chefredaktorin M&A Review, Universität St. Gallen.

Abb. 1: Die großen Merger-Wellen



### 1.1 Die ersten Merger-Wellen

Ein wichtiges Merkmal der M&A-Aktivitäten ist deren zyklisches Auftreten sowie ihre Korrelation mit Phasen erhöhter Aktienkursvolatilität. Jedoch ist es schwierig, eine gemeinsame Theorie für ihr Auftreten zu finden. Theorien, die eine Welle erklären können, versagen bei der Erklärung anderer. Neben ökonomischen Gründen spielen auch psychologische Momente eine Rolle, so dass eine Welle durch einige Käufer ausgelöst werden kann, wenn sich andere mit so genannten „Me Too Acquisitions“ der Modeerscheinung anschließen (→ Psychologie der Finanzmärkte).

Die erste Merger-Welle in den USA wird auf die Jahre 1897-1904 datiert und war von einem Streben nach Monopolbildung charakterisiert. Der 1893 erlassene Sherman Act untersagte Absprachen zwischen den Unternehmen und löste eine Welle horizontaler Akquisitionen insbesondere in der Öl- und Tabakindustrie aus, durch die die Unternehmen ihre Marktmacht zu vergrößern versuchten. Auch zwischen 1916 und 1929 stand das Streben nach marktbeherrschenden Positionen im Mittelpunkt der Übernahmeaktivitäten, obwohl die bestehende Antitrustgesetzgebung diese erschwerte. Zunehmend wurden vor- und nachgelagerte Unternehmen erworben, was zu einer erhöhten vertikalen Integration führte. Der Zusammenbruch der Börsen am Black Friday und die darauf folgende Weltwirtschaftskrise beendeten die zweite Takeover-Welle. Unter einem anderen Vorzeichen standen die Übernahmetätigkeiten in den 1960er Jahren. Der Cellar Kefauver Act von 1950 verschärfte die Kartellgesetzgebung dahingehend, dass auch der Erwerb in der Wertschöpfungskette vor- oder nachgelagerter Unternehmen als Wettbewerbsbeschränkung galt. Als Folge und auch auf Grund der enttäuschenden Entwicklung vieler horizontaler Akquisitionen ging die Anzahl der vertikalen und horizontalen Unternehmenskäufe innerhalb von zehn Jahren um 80% zurück. Im Vordergrund der Bestrebungen standen nunmehr Käufe unverbundener Unternehmen. Dies geschah nicht zuletzt vor dem Hintergrund der in

dieser Zeit populären Diversifizierungstheorie, die den Firmen eine verminderte Abhängigkeit von Wirtschaftszyklen versprach. Nach dem Motto „Big is Beautiful“ entstanden riesige Finanzkonglomerate, die Unternehmen aus den verschiedensten Branchen unter ihrem Dach vereinigten. Entscheidungskriterien für eine Übernahme waren in erster Linie der erwartete →Return an Investment (ROI) und der zeitliche Anfall der Cash Flows, um ein ausgeglichenes Beteiligungs-Portfolio zu erhalten. Als Beispiele können Gulf & Western, ITT und Teledyne genannt werden, wobei allein letztere über 125 Unternehmen erwarb. Auf Grund der angespannten Kapitalmarktsituation wurden die Akquisitionen vorwiegend durch Aktientausch finanziert. Erst mit dem Sinken der Aktienkurse Ende der 1960er Jahre ging auch die Zahl der Takeovers wieder zurück.

### 1.2 *Merger Mania der 1980er Jahre*

Ende der 1970er Jahre begann eine der spektakulärsten Übernahmebewegungen in den USA. Damals befanden sich die alten Industriebranchen der USA in einer tiefen Strukturkrise. Auf Grund des technischen Wandels, Marktveränderungen oder zu kleiner Marktanteile mussten ganze Branchen feststellen, dass ihre Wettbewerbsposition erodiert war. Die Liberalisierungs- und Deregulierungspolitik der Regierung Reagan bewirkte tief greifende strukturelle Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld der Unternehmen. Eine Lockerung der Monopolgesetzgebung machte Akquisitionen in der eigenen Branche wieder möglich und liberale Steuergesetze steigerten die Attraktivität von Unternehmenskäufen. Das Auftreten neuer Anbieter führte dazu, dass ganze Branchen wie die Transportindustrie und der Luftverkehr zu Umstrukturierungen gezwungen wurden. Die Unterbewertung vieler Unternehmen an der Börse und die hohen Inflationsraten der 1970er Jahre, die zu einer Verringerung der Buchwerte gegenüber den Wiederbeschaffungswerten führten, verstärkten diese Tendenz. Um sich ihrem veränderten Umfeld anzupassen, versuchten viele Unternehmen sich einerseits durch den Verkauf ganzer Unternehmensbereiche auf das Kerngeschäft zu beschränken, was der enorme Anstieg der großen Desinvestitionen Mitte der 1980er Jahre dokumentiert. Andererseits erkannten viele Firmen, dass die erhöhten Investitionen in das Stammgeschäft alleine ihre Zukunft nicht garantieren können. Als Ausweg aus der Wachstumskrise wurde das Engagement in neuen Bereichen gesehen. Gegenüber den primär finanziell motivierten Diversifikationen der Vergangenheit stand nun das Streben nach Synergien im Vordergrund der Überlegungen.

Ein Rekord wurde in den USA 1989 mit einem registrierten Transaktionsvolumen von 311 Mrd. US\$ aufgestellt. Eine wichtige Voraussetzung für dieses Phänomen war die parallele Weiterentwicklung auf den Finanzmärkten. Der enorme Kapitalbedarf für die Realisierung der Übernahmen wurde vorwiegend durch die Aufnahme von Fremdkapital gedeckt. Die in den Vereinigten Staaten vorherrschende steuerliche Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital unterstützte die Durchführung so genannter →Leveraged Buy Outs (LBO). Eine Erhöhung des Verschuldungsgrades ließ den Unternehmenswert steigen und gleichzeitig wurde durch die Hebelkraft des Fremdkapitals die Eigenkapitalrendite gesteigert. Das Fremdkapital wurde häufig nicht nur vom Käufer des Zielunternehmens aufgebracht, vielmehr entwickelte sich bald ein Markt für so genannte →Junk Bonds, hochverzinsliche Anleihen, die allerdings mit einem überdurchschnittlichen Risiko behaftet waren. Dem Investmenthaus Drexel Burnham Lambert mit dem Junk Bond-König Michael Milken gelang es, einen Markt für diese Papiere zu organisieren, wodurch ein großes Finanzierungspotential für Unternehmensübernahmen geschaffen wurde.

Das klassische Beispiel für einen LBO war 1986 die Übernahme von Beatrice Cos. Inc. durch das Investmenthaus Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR) für 6,3 Mrd. US\$. Anschließend wurde die stark diversifizierte Gesellschaft durch massive Verkäufe einzelner Unternehmensteile auf wenige Lebensmittelmarken zurückgestutzt. Allein die Veräußerung der Nebentätigkeiten von Beatrice brachte 7 Mrd. US\$ ein, insgesamt wurden mehr als 20 Mrd. US\$ Erlöst. Nach diesem Muster wurden unzählige Konzerne von Finanzgesellschaften und so genannten Corporate Raiders aufgekauft und in

Einzelteilen gewinnbringend weiterverkauft. In Kürze zog die Aussicht auf gewaltige Gewinne Anleger an, die in neu kreierte Junk Bond-Fonds investierten. Der Markt für diese Papiere wuchs bis zum Jahr 1989 auf ein Volumen von über 200 Mrd. US\$. Zu den spektakulärsten Übernahmen in der Geschichte zählt nach wie vor die ebenfalls von KKR durchgeführte Akquisition von RJR Nabisco. Als im Oktober 1988 das Management des Nahrungsmittelriesen in einer Presseerklärung verlauten ließ, zusammen mit einem Partner die Firma im Rahmen eines LBO zum Preis von 17,6 Mrd. US\$ übernehmen zu wollen, überbot KKR innerhalb weniger Tage den Kaufpreis um 3 Mrd. US\$ und ging schließlich aus dem einen Monat und mehrere Bietrunden dauernden Übernahmekampf als Sieger hervor. Das Investmenthaus übernahm RJR Nabisco schließlich für 24,7 Mrd. US\$, wobei der niedrige Eigenkapitalanteil von rund 10% im Finanzierungspaket der Transaktion keine Ausnahme für die damalige Zeit war. Die Differenz zum Kaufpreis wurde durch Bankkredite und durch die Emission von Schuldverschreibungen geschlossen, wobei auch hier Junk Bonds eine wichtige Rolle spielten. Kein Unternehmen schien vor einer Übernahme mehr sicher zu sein, denn die Größe allein schien angesichts des unermesslichen Finanzierungspotentials keinen Schutz vor unfreundlichen Übernahmen, bei denen die Transaktion gegen den Willen des Managements des Objekts durchgeführt wird, zu gewährleisten.

Einen Rückschlag erhielten die LBO-Aktivitäten im Jahr 1989. Bereits im Vorjahr wurden dem Investmenthaus Drexel Burnham Lambert und seinem Junk Bond-Star Milken im Rahmen des Boesky-Insider-Skandals zahlreiche Verstöße gegen die Börsen- und Wertpapiergesetze nachgewiesen. Als sich dann das erste LBO-finanzierte Unternehmen, die Integrated Resources, unter Chapter 11 des amerikanischen Konkursrechtes stellen musste und weitere Fälle folgten, wurden die Anleger auf die erhöhten Risiken der Junk Bonds aufmerksam. Im Laufe der Jahre wurden auf Grund der Euphorie immer waghalsigere LBO-Finanzierungen durchgeführt, was zu einem rapiden Qualitätsverfall auf dem Junk Bond-Markt führte. Viele Unternehmen waren derart verschuldet, dass die Zinslast die laufenden Erträge überstieg. Darüber hinaus stiegen die Kaufpreise der übernommenen Unternehmen auf Grund der Konkurrenz der Raider in teilweise nicht zu vertretende Dimensionen. Als dann vor dem Hintergrund einer ersten Ernüchterung immer mehr Investoren aussteigen wollten, zeigte sich, dass der Junk Bond-Markt in vielen Teilbereichen illiquide war. Dem steigenden Angebot standen keine Käufer gegenüber und in kurzer Zeit brachen die Kurse massiv ein. Dieser Crash auf dem Junk Bond-Markt hatte einschneidende Folgen. Zum einen wurden seitens der amerikanischen Notenbank (Fed, →Federal Reserve System) die Vorschriften zur Kreditfinanzierung von Unternehmensübernahmen verschärft. Dies geschah mit der Intention, die Qualität des Fremdkapitals zu verbessern. Größere Auswirkungen ergaben sich auch für den Markt für Unternehmenskontrolle (→Corporate Governance). Zwar nahm die Anzahl der Unternehmenskäufe im Folgejahr des Crashes sogar zu, allerdings verschoben viele große Unternehmen ihre Akquisitionspläne auf einen späteren Zeitpunkt, so dass nur wenige bedeutende Übernahmen durchgeführt wurden. Vor allem sank die Anzahl der LBO-finanzierten Unternehmensübernahmen ebenso drastisch ab wie die der Tender Offers.

### *1.3 Die 1990er Jahre. Starker Anstieg nach ruhigem Start*

Der strategischen Bewertung eines Unternehmens kam wieder ein größerer Stellenwert zu. Dadurch gingen auch die hohen Übernahmeprämien, die sich am Break Up Value eines Übernahmekandidaten orientierten, zurück. Nach einem vorübergehenden, insbesondere wertbezogenen Rückgang der Akquisitionstätigkeit Anfang der 1990er Jahre war der amerikanische Markt für Unternehmenskontrolle Mitte der Dekade wieder in Rekordstimmung. Übertraf im Jahr 1994 bereits die Anzahl der Transaktionen die alte Bestmarke aus dem Jahr 1970, so lag 1995 auch das Gesamtvolumen der Transaktionen mit 450 Mrd. US\$ weit über dem Hoch von 1989. Trotz vorübergehender Rückschläge sind die Vereinigten Staaten nach wie vor das mit Abstand aktivste und innovativste Land im M&A-Bereich. In den USA herrscht verglichen mit Kontinentaleuropa und Deutschland eine ausgeprägtere M&A-Kultur, die sich aus der Kombination verschiedener Faktoren ergibt. Grundsätzlich ist in der US-

amerikanischen Wirtschaft eine stärkere Orientierung an finanziellen Kennzahlen festzustellen. Der negative Touch, den Übernahmen hierzulande lange Zeit besaßen, insbesondere, wenn kleine Unternehmen von großen Konzernen erworben wurden, ist dort nicht einmal bei Hostile Takeovers vorhanden. Die – wenn auch oft kurzfristig ausgerichteten – finanzwirtschaftlichen Interessen der Investoren stehen dort im Vordergrund. Diese werden durch eine hohe Transparenz der Unternehmensverhältnisse unterstützt. Eine offene Informationskultur der Unternehmen gewährt den Kaufinteressenten durch die in periodischen Abständen nach dem Prinzip des True and Fair View erstellten Abschlüsse bzw. Zwischenberichte einen detaillierten Einblick in die Unternehmensdaten (→ Rechnungslegung: Internationale Standards). Ein weiterer wichtiger Grund für die exponierte Stellung der USA im Bereich Mergers & Acquisitions liegt in der hohen Börsenkapitalisierung. Schließlich bilden die mit dem Ziel der Wettbewerbsförderung geschaffenen umfangreichen rechtlichen Rahmenbedingungen in den USA eine weitere entscheidende Voraussetzung. Nicht unerwähnt bleiben soll auch der hohe Professionalisierungsgrad der im M&A-Geschäft tätigen Akteure.

Treiber des M&A-Booms zwischen 1995 und 2000 waren vor allem die → Globalisierung, die zunehmende Liberalisierung und Deregulierung der Märkte sowie die Weiterentwicklung des Europäischen Binnenmarkts. Während dieser Phase gab es eine Vielzahl Aufsehen erregender Mega-Merger, oft titulierte als „Merger of Equals“, also eine Fusion zweier gleichberechtigter Partner. Gleichzeitig fand der Internet-Boom statt, heute häufig als Internet-Bubble bezeichnet. Das Platzen der Internetblase schickte die Aktienmärkte Anfang des neuen Jahrtausends auf eine erneute Talfahrt und setzte damit der fünften Merger-Welle ein Ende.

#### *1.4 Die aktuelle sechste Merger-Welle*

Doch die Kapitalmärkte erholten sich überraschend schnell und bereits im Jahr 2002 zeichnete sich in den USA der Beginn der sechsten und aktuell noch andauernden Merger-Welle ab. Auffallend an der sechsten M&A-Welle ist in erster Linie der Trend zur Größe: während beispielsweise im Jahr 2004 das Transaktionsvolumen im Vergleich zum Vorjahr weltweit um 50% anstieg, verzeichnete man bei den Transaktionszahlen lediglich einen 11%-igen Zuwachs. Der Trend geht also zu Mega-Transaktionen, die bis Ende 2004 zum Großteil auf dem US-amerikanischen Markt stattfanden. Inzwischen ist die Merger-Welle auch auf den Rest der Welt übergeschwappt. Auch in Deutschland hat der M&A-Markt im Jahr 2005 deutlich angezogen. Ende 2004 hinkte man hierzulande dem Trendsetter USA noch hinterher, doch schon Mitte 2005 war ein deutlicher Aufwärtstrend zu erkennen. Auch große Transaktionen sind wieder an der Tagesordnung und während die Finanzinvestoren gleich bleibend stark sind, treten vermehrt wieder strategische Käufer auf, die nach einer Phase der Restrukturierung nun auf gezielte Expansion setzen.

Bis 2005 standen bei den so genannten „Mega-Deals“ überwiegend strategische Käufer im Vordergrund. Ende 2006 kaufte dann aber der Finanzinvestor Blackstone für die Rekordsumme von 28 Mrd. Euro den führenden amerikanischen Büroimmobilienkonzern Equity – und schrieb damit Geschichte, handelt es sich doch um die größte private Beteiligung aller Zeiten. Auch die Übernahme eines großen deutschen Konzerns durch Finanzinvestoren in Form eines „Club Deals“ scheint unter anderem auf Grund der derzeit noch attraktiven Fremdkapitalmärkte nicht länger unmöglich: kurz vor Redaktionsschluss dieses Artikels wurde bekannt, dass die beiden Beteiligungsgesellschaften KKR und Permira sich in dem Bieterrennen um die Sendergruppe ProSiebenSat.1 durchsetzten.

Überhaupt war das Jahr 2006 ein Jahr der Rekorde: das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen boomte wie nie zuvor. Der Wert der weltweiten Deals stieg bis Ende November auf über 3.600 Mrd. US\$ und übertraf damit bereits das Volumen des bisherigen Rekordjahres 2000. Stärker als jemals zuvor sind Private Equity-Firmen (→ Private Equity/Venture Capital: Grundlagen) und → Hedge-Fonds beteiligt: bei jedem sechsten Geschäft spielten in 2006 Finanzinvestoren eine Rolle.

## 2 M&A in Deutschland

In Bezug auf Mergers & Acquisitions befand sich Europa lange Zeit in einem Dornröschenschlaf. Zwar gab es schon immer das Phänomen des Unternehmenskaufs, allerdings spielten Unternehmenskäufe jenseits des Atlantiks lange Zeit eine größere Rolle als in der übrigen Welt.

### 2.1 Grundzüge des deutschen M&A-Marktes

Sicherlich 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 haben auch Fragen der Industriestruktur, der Einbindung der Unternehmen in ihre Branche(n) sowie des vorherrschenden Unternehmerethos (soziale Bindung des Kapitals) ein starkes Gewicht. Dementsprechend sind die M&A-Märkte in Europa unterschiedlich weit entwickelt: Ausgehend von den USA war es Mitte der 1970er Jahre – angesichts der großen Zahl börsennotierter Gesellschaften und eines günstigen Kapitalmarktes – zuerst der britische Markt, auf dem sich ein professionelles M&A-Geschäft entwickeln konnte. Inzwischen haben aber Länder wie Frankreich und auch Deutschland nachgezogen und teilweise neue Akzente gesetzt. 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 – wie bereits dargestellt – immer noch stark von der Dominanz rein finanzwirtschaftlichen Denkens geprägt ist, sind für deutsche Unternehmen, ähnlich der japanischen Denkweise, eher langfristig ausgerichtete Entscheidungen typisch. Dabei steht eine unternehmerische Motivation im Vordergrund, deren Zielsetzung die Schaffung zusätzlicher Wertschöpfung durch das Zusammenlegen der Potentiale ist. Obwohl Unternehmenszusammenschlüsse hierzulande schon seit geraumer Zeit fester Bestandteil der wirtschaftlichen Realität sind, sind sie insbesondere seit Mitte der 1980er Jahre im Sog der amerikanischen M&A-Welle, aber auch zur Sicherung von Markt-, Wettbewerbs- und Know How-Positionen deutscher Unternehmen, in das Interesse deutscher Entscheidungsträger gerückt. Tendenziell ist allerdings zu beobachten, dass sich diese Unterschiede durch eine gewisse Annäherung aneinander aufzulösen beginnen.

Auf der Angebotsseite ist der deutsche Markt für Unternehmenskontrolle vor allem durch den stark mittelständischen Charakter vieler Branchen geprägt. Die Größenordnung der Nachfolgeproblematik in den Unternehmen, die nach dem Zweiten Weltkrieg aufgebaut worden sind, ist enorm. In den kommenden Jahren muss Schätzungen zufolge in 300.000 mittelständischen Unternehmen die Frage der Nachfolge geklärt werden, wobei in vielen Fällen weder ein Erbe noch ein geeignetes bzw. am Kauf interessiertes Management zur Verfügung steht (→Mittelstand: Finanzierungsprobleme und Lösungen). Ein weiterer Grund, der insbesondere im Jahr 1989 viele deutsche Unternehmen zum Verkauf bewog, war die § 34 EStG betreffende Steuerreform, die die bis dahin geltende hälftige Besteuerung von Veräußerungsgewinnen abschaffte. Ab dem 1. Januar 1990 galt die hälftige Versteuerung nur noch bis zu einem Betrag von 30 Mio. DM, darüber hinaus wird der volle Steuersatz angewandt. Diese Änderung führte in vielen Fällen zur Veräußerung des Unternehmens, in denen man davon ausging, dass die zu „verdienenden“ Steuerbeträge die zu erwartenden operativen Erträge über einen langen Zeitraum übersteigen würden. Seit Mitte der 1990er Jahre manifestiert sich ein immer stärkerer Trend der Konzentration vieler Unternehmen auf ihre Kernkompetenzen. Geschäftsfelder bzw. Tochterunternehmen, die nicht mehr in die Definition des Kerngeschäfts passen, werden abgestoßen. Diese Aktivitäten dienen gleichzeitig der Finanzierung von solchen Akquisitionen, durch die das Kerngeschäft gestärkt werden soll, d.h., vielfach hat diese Strategie zur Folge, dass Unternehmen sowohl als Käufer als auch als Verkäufer auf dem Markt für Unternehmenskontrolle agieren. Neben dem Ausbau des Kerngeschäfts ist auf der Nachfrageseite auch die entgegengesetzte Strategie der Diversifikation in neue Geschäftsfelder zu beobachten. Paradebeispiel ist hier die Energiewirtschaft, deren Unternehmen sich angesichts der Prognose eines stagnierenden Energieverbrauchs in die Entsorgungswirtschaft oder

die Telekommunikationsindustrie diversifizierten. Auch steuerlich motivierte Umstrukturierungen internationaler Konzerne bilden vor dem Hintergrund der hohen Steuersätze in Deutschland keine Ausnahme. Es kann sich beispielsweise lohnen, die deutsche Tochter zu verschulden, um damit Investitionen in anderen Ländern zu finanzieren. Die Chance, ein erwerbbares Zielunternehmen an der Börse zu identifizieren, ist in der Bundesrepublik erheblich geringer als in Ländern wie den USA oder Großbritannien. Gleichwohl hat die Übernahme der Hoesch AG durch Krupp gezeigt, dass es in der Vergangenheit möglich war, recht verborgen ein größeres Aktienpaket eines potentiellen Objekts zu erwerben (→ Wertpapierhandelsgesetz). Da häufig nur 50 bis 60% des Kapitals auf der Hauptversammlung vertreten ist, kann dies bereits einer HV-Mehrheit entsprechen. Allerdings sprechen eine Reihe von Gründen dagegen, dass ein solches Unterfangen problemlos gelingt: Ein potentieller Übernehmer könnte zunächst nur über den Aufsichtsrat Einfluss nehmen. Diese Möglichkeit ist jedoch gerade in Aktiengesellschaften, die der Mitbestimmung unterliegen, nur eingeschränkt gegeben, denn die außerordentliche Hauptversammlung, die notwendig ist, um den Aufsichtsrat zu ersetzen, kann vom Vorstand abgelehnt werden. Eine anschließende Klage kann über zwei Instanzen gehen, womit der Prozess insgesamt als langwierig bezeichnet werden muss. Der Vorstand schließlich, der auf höchstens fünf Jahre gewählt werden darf, kann innerhalb seiner Amtszeit vom Aufsichtsrat nur dann abberufen werden, wenn ein wichtiger Grund – also insbesondere grobe Pflichtverletzung – vorliegt. Ferner ergeben sich Erschwernisse u. a. aus folgenden grundlegenden rechtlichen Vorschriften:

- eine Satzungsänderung kann ebenso wie die Auflösung der AG nur mit einer Hauptversammlungsmehrheit von mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals durchgeführt werden (§ 179 AktG bzw. § 262 I Nr. 2 AktG);
- die Hauptversammlung einer AG kann die Eingliederung der AG in eine andere inländische AG nur dann beschließen, wenn sich mindestens 95% des Aktienkapitals der beschließenden Gesellschaft in den Händen der zukünftigen Gesellschaft befinden (§ 320 AktG). Die aufgeführten Hemmnisse können Investmentbanken und LBO-Spezialisten zwar kaum davon abhalten, Übernahmen börsennotierter Gesellschaften zu planen und auch durchzuführen, dennoch sind bisher anders als in den USA feindliche Übernahmen die Ausnahme geblieben, woran sich voraussichtlich auch in Zukunft nichts Grundlegendes ändern wird. Im Folgenden sollen die wichtigsten rechtlichen und steuerrechtlichen Vorschriften, die den Rahmen für die Übernahme deutscher Unternehmen bilden, skizziert werden.

## 2.2 *Rechtliche Vorschriften und Richtlinien in Deutschland*

Anders als in Ländern wie den USA, Frankreich oder Spanien gibt es im deutschen Recht keine spezifischen Normen, die sich nur auf M&A-Aktivitäten beziehen. Deshalb müssen stets alle Gesetze, die bei einer Akquisition tangiert sind, in Betracht gezogen werden. Von besonderer Relevanz sind dabei das BGB, das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen sowie das AktG bzw. das GmbHG. Hauptziele der zuletzt genannten gesetzlichen Regelungen sind dabei einerseits der Schutz von Minderheitsaktionären und andererseits die Untersagung von Transaktionen mit wettbewerbsschädigenden Auswirkungen.

### 2.2.1 *Gesellschaftsrecht*

Das AktG regelt z.B. über die Publizität der Geschäftsberichte hinaus Bekanntmachungs- und Offenlegungspflichten beim Erwerb bestimmter Prozentanteile an Aktiengesellschaften oder anderen Unternehmen durch eine Aktiengesellschaft (vgl. §§ 29, 21 AktG). Außerdem erlaubt die gegenwärtige Gesetzeslage in der Bundesrepublik die zwangsweise Übernahme einer Minderheit, wenn sich 95% aller Aktien im Besitz der übernehmenden AG befinden. Die Minderheitengesellschafter haben Anspruch auf eine angemessene Abfindung, die durch Aktien der Hauptgesellschaft oder in Sonderfällen durch eine Barzahlung erfolgen kann.

### 2.2.2 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Ergänzend zu den Bestimmungen des Aktiengesetzes hat die Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen (BSK) bereits 1979 in Anlehnung an den Londoner City Code erste unverbindliche Leitsätze für öffentliche Kauf- und Umtauschgebote herausgegeben. Nach langer und kontroverser Diskussion gilt seit 2002 das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WpÜG). Das WpÜG verfolgt das grundsätzliche Ziel, Rahmenbedingungen bei Unternehmensübernahmen und anderen öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren in Deutschland zu schaffen, um den Anforderungen der internationalen Finanzmärkte angemessen Rechnung tragen, und hierdurch den Wirtschaftsstandort und Finanzplatz Deutschland auch im internationalen Wettbewerb weiter stärken. Der Anwendungsbereich des WpÜG bezieht sich auf alle Angebote zum Erwerb von Wertpapieren börsennotierter Unternehmen. Zu beachten ist indes, dass sich der Anwendungsbereich des WpÜG nicht nur Übernahme- und Pflichtangebote, sondern auch öffentliche Erwerbsangebote in der Form von Einstiegsangeboten, d.h. nicht auf den Kontrollerwerb gerichtete Angebote, bezieht. Die Regelungen des WpÜG beziehen sich in erster Linie auf den Angebotsinhalt und Verfahren, Nachbesserungspflichten während und nach Abschluss eines öffentlichen Angebots, Informationspflichten des Vorstands und Aufsichtsrats der Zielgesellschaft, sowie Möglichkeiten einer Zielgesellschaft zur Verteidigung gegen ein unerwünschtes Übernahmeangebot. Die Übernahmeregeln sollen sicherstellen, dass alle am Übernahmeprozess Beteiligten Gleichbehandlung erfahren und dass während der Dauer des Angebots die Transparenz aller Transaktionen garantiert ist.

Erlangt ein Bieter unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft, so muss es dies unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen veröffentlichen. Die →BAFin kann auf schriftlichen Antrag den Bieter allerdings von dieser Verpflichtungen befreien, sofern dies im Hinblick auf die Art der Erlangung, die mit der Erlangung der Kontrolle beabsichtigte Zielsetzung, ein nach der Erlangung der Kontrolle erfolgendes Unterschreiten der Kontrollschwelle, die Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft oder die tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle unter Berücksichtigung der Interessen des Antragstellers und der Inhaber der Aktien der Zielgesellschaft gerechtfertigt erscheint. Die vom Bieter zu veröffentlichende Angebotsunterlage hat den Inhalt des Angebots sowie ergänzende Angaben zu enthalten. Anzugeben sind insbesondere:

- Name oder Firma und Anschrift oder Sitz sowie, wenn es sich um eine Gesellschaft handelt, die Rechtsform des Bieters,
- Firma, Sitz und Rechtsform der Zielgesellschaft,
- die Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind,
- Art und Höhe der für die Wertpapiere der Zielgesellschaft gebotenen Gegenleistung,
- die Höhe der für den Entzug von Rechten gebotenen Entschädigung nach § 33b Abs. 4,
- die Bedingungen, von denen die Wirksamkeit des Angebots abhängt,
- der Beginn und das Ende der Annahmefrist.

Der Bieter hat die Angebotsunterlage innerhalb von vier Wochen nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots der BAFin zu übermitteln. Des Weiteren muss die übernehmende Partei sicherstellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des publizierten Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen.

Gemäß § 27 WpÜG sind der Vorstand und der Aufsichtsrat eines Zielunternehmens verpflichtet, zu einem ihnen zugegangenen Übernahmeangebot Stellung zu beziehen. Im Rahmen der Stellungnahme ist insbesondere zu folgenden Aspekten Stellung zu nehmen:

- die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung,
- die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft,
- die vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Ziele, sowie
- die Absicht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, soweit sie Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, das Angebot anzunehmen.

Für den Fall, dass der Betriebsrat oder, sofern ein solcher nicht besteht, unmittelbar die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft dem Vorstand eine Stellungnahme zu dem Angebot abgeben, ist der Vorstand verpflichtet, diese seiner Stellungnahme beizufügen. Um der Zielgesellschaft das Handeln entgegen den Interessen der Aktionäre zu erschweren, ist sie gewissen Pflichten unterworfen, zu denen das Unterlassen einer Reihe von Abwehrmaßnahmen zählt. Grundsätzlich darf das Management der Zielgesellschaft keine Maßnahmen ergreifen, die die Entscheidung der Aktionäre einschränkt, vom Übernahmeangebot Gebrauch zu machen (Neutralitätspflicht des Vorstandes). Allerdings kann sich der Vorstand des Zielunternehmens von seiner Hauptversammlung bzw. seinem Aufsichtsrat bestimmte Abwehrmaßnahmen (vorab) genehmigen lassen.

Als Übernahmeangebote im Sinne des WpÜG gelten Angebote, die auf den Erwerb der Kontrolle gerichtet sind. Das WpÜG definiert „Kontrolle“ als das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft (§ 29 WpÜG). Von besonderer Bedeutung ist auch die Bestimmung der Gegenleistung für die Übernahme des Zielunternehmens. Gem. § 31 WpÜG muss der Bieter den Anteilseignern der Zielgesellschaft eine angemessene Gegenleistung anbieten. Bei der Bestimmung der angemessenen Gegenleistung sind grundsätzlich der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft und Erwerbe von Aktien der Zielgesellschaft durch den Bieter, mit ihm gemeinsam handelnder Personen oder deren Tochterunternehmen zu berücksichtigen. Diese Gegenleistung kann anhand einer Barzahlung (in Euro) oder der Lieferung von Aktien des übernehmenden Unternehmens bestehen. In letzterem Fall ist indes unabdingbare Voraussetzung, dass die zu liefernden Aktien an einem organisierten Markt zum Handel zugelassen sind. Werden Inhabern stimmberechtigter Aktien als Gegenleistung Aktien angeboten, müssen diese Aktien ebenfalls ein Stimmrecht gewähren.

In der Praxis kommt den Regelungen des WpÜG zu Pflichtangeboten besondere Relevanz zu. § 35 WpÜG schreibt vor, dass Bieter, die entweder unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangen, dass heißt über mehr als 30 Prozent der Stimmrechte verfügen, dies unter Angabe der Höhe ihres Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen veröffentlichen müssen. Des Weiteren muss binnen vier Wochen nach der Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle über eine Zielgesellschaft der Bundesanstalt eine Angebotsunterlage übermittelt werden und den Aktionären der Zielgesellschaft ein Übernahmeangebot gemacht werden. Um die Gleichbehandlung der Aktionäre zu gewährleisten, muss ein Bidder allen Inhabern von Papieren der gleichen Gattung gleichwertige Angebote machen und stets denselben Preis für ihre Anteile bieten.

Nach § 39a WpÜG steht einer übernehmenden Gesellschaft die Möglichkeit zu, nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot indem der Bieter mindestens 95 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals der Zielgesellschaft erlangt hat, die Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung aus dem Unternehmen auszuschließen (sog. Squeeze-Out). Squeeze-Outs werden insbesondere bei Übernahmen durch Unternehmen oder Private Equity Gesellschaften durchgeführt, um danach ein Delisting durchführen zu können, dass heißt die Zielgesellschaft von der Börse nehmen zu können.

### 2.2.3 Wettbewerbsrecht

Tiefgreifende Einschnitte in Akquisitionsabsichten können vom Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) ausgehen. Im Rahmen der Zusammenschlusskontrolle (Fusionskontrolle) hat das Bundeskartellamt die Befugnis, Unternehmenszusammenschlüsse zu untersagen, wenn zu erwarten ist, dass durch sie eine marktbeherrschende Stellung entsteht oder verstärkt wird (§ 35ff. GWB). In § 37 Abs. 1 GWB wird abschließend aufgeführt, welche Transaktionen als Unternehmenszusammenschlüsse im Sinne des Gesetzes anzusehen sind.

Die Vorschriften über die Zusammenschlusskontrolle kommen zur Geltung, soweit die beteiligten Unternehmen im letzten Geschäftsjahr vor dem Zusammenschluss

- insgesamt weltweit Umsatzerlöse von mehr als 500 Millionen Euro und
- mindestens ein beteiligtes Unternehmen im Inland Umsatzerlöse von mehr als 25 Millionen Euro erzielt haben.

Von einem Zusammenschluss im Sinne des GWB ist gem. § 37 GWB bei Vorliegen folgender Sachverhalte auszugehen:

- Erwerb des Vermögens eines anderen Unternehmens ganz oder zu einem wesentlichen Teil;
- Erwerb der unmittelbaren oder mittelbaren Kontrolle durch ein oder mehrere Unternehmen über die Gesamtheit oder Teile eines oder mehrerer anderer Unternehmen. Die Kontrolle wird durch Rechte, Verträge oder andere Mittel begründet, die einzeln oder zusammen unter Berücksichtigung aller tatsächlichen und rechtlichen Umstände die Möglichkeit gewähren, einen bestimmenden Einfluss auf die Tätigkeit eines Unternehmens auszuüben, insbesondere durch

a) Eigentums- oder Nutzungsrechte an einer Gesamtheit oder an Teilen des Vermögens des Unternehmens,

b) Rechte oder Verträge, die einen bestimmenden Einfluss auf die Zusammensetzung, die Beratungen oder Beschlüsse der Organe des Unternehmens gewähren;

- Erwerb von Anteilen an einem anderen Unternehmen, wenn die Anteile allein oder zusammen mit sonstigen, dem Unternehmen bereits gehörenden Anteilen

a) 50 vom Hundert oder

b) 25 vom Hundert

des Kapitals oder der Stimmrechte des anderen Unternehmens erreichen. Zu den Anteilen, die dem Unternehmen gehören, rechnen auch die Anteile, die einem anderen für Rechnung dieses Unternehmens gehören und, wenn der Inhaber des Unternehmens ein Einzelkaufmann ist, auch die Anteile, die sonstiges Vermögen des Inhabers sind. Erwerben mehrere Unternehmen gleichzeitig oder nacheinander Anteile im vorbezeichneten Umfang an einem anderen Unternehmen, gilt dies hinsichtlich der Märkte, auf denen das andere Unternehmen tätig ist, auch als Zusammenschluss der sich beteiligenden Unternehmen untereinander;

- jede sonstige Verbindung von Unternehmen, auf Grund deren ein oder mehrere Unternehmen unmittelbar oder mittelbar einen wettbewerbslich erheblichen Einfluss auf ein anderes Unternehmen ausüben können.

Liegen die Voraussetzungen für den Zusammenschlussbegriff vor, so muss geprüft werden, ob bereits das Vorhaben eines Zusammenschlusses nach § 39 GWB angemeldet werden muss oder ob die Anzeige nach Durchführung der Transaktion ausreicht. Durch diese Präventivregelung wird verhindert, dass bereits vollzogene Zusammenschlüsse wieder mit großem Aufwand rückgängig gemacht werden müssen. Wie bereits beschrieben, sind Zusammenschlussvorhaben anmeldepflichtig, wenn die beteiligten

Unternehmen im letzten Geschäftsjahr vor dem Zusammenschluss insgesamt weltweit Umsatzerlöse von mehr als 500 Millionen Euro und mindestens ein beteiligtes Unternehmen im Inland Umsatzerlöse von mehr als 25 Millionen Euro erzielt haben. Die Pflicht zur Anmeldung betrifft die an Unternehmenszusammenschluss beteiligten Unternehmen wie teilweise auch den Veräußerer. Im Rahmen der Anmeldung sind dem BKartA folgende Angaben zu machen:

- die Firma oder sonstige Bezeichnung und den Ort der Niederlassung oder den Sitz;
- die Art des Geschäftsbetriebes;
- die Umsatzerlöse im Inland, in der Europäischen Union und weltweit; anstelle der Umsatzerlöse sind bei Kreditinstituten, Finanzinstituten und Bausparkassen der Gesamtbetrag der Erträge gemäß § 38 Abs. 4 GWB, bei Versicherungsunternehmen die Prämieinnahmen anzugeben;
- die Marktanteile einschließlich der Grundlagen für ihre Berechnung oder Schätzung, wenn diese im Geltungsbereich dieses Gesetzes oder in einem wesentlichen Teil desselben für die beteiligten Unternehmen zusammen mindestens 20 vom Hundert erreichen;
- beim Erwerb von Anteilen an einem anderen Unternehmen die Höhe der erworbenen und der insgesamt gehaltenen Beteiligung;
- eine zustellungsbevollmächtigte Person im Inland, sofern sich der Sitz des Unternehmens nicht im Geltungsbereich dieses Gesetzes befindet.

Von einer Anmeldung kann abgesehen werden, soweit die EU-Kommission ein Fusionsvorhaben an das BKartA verwiesen hat und dem Bundeskartellamt die nach § 39 Absatz 3 GWB erforderlichen Angaben in deutscher Sprache vorliegen. Das Bundeskartellamt teilt den beteiligten Unternehmen unverzüglich den Zeitpunkt des Eingangs der Verweisungsentscheidung mit und unterrichtet sie zugleich darüber, inwieweit die nach Absatz 3 erforderlichen Angaben in deutscher Sprache vorliegen. Besteht keine Meldepflicht, so kann der Zusammenschluss durchgeführt werden. Nach der Anzeige beginnt für das BKartA eine einjährige Frist, innerhalb derer es den Zusammenschluss untersagen kann. Ein Zusammenschluss wird untersagt, wenn durch ihn eine marktbeherrschende Stellung entsteht bzw. ausgebaut wird, es sei denn, die beteiligten Unternehmen können nachweisen, dass als Folge der Transaktion insgesamt eine Verbesserung der Wettbewerbsbedingungen zu erwarten ist. Die Frage nach der marktbeherrschenden Stellung kann nur unter gleichzeitiger Berücksichtigung des relevanten Marktes beantwortet werden. Da dessen Abgrenzung in hohem Maße den potentiellen Beherrschungsgrad beeinflusst – je enger die Grenzen definiert werden, umso leichter ist es, eine beherrschende Position zu erreichen – stellt dieser häufig einen der Hauptstreitpunkte zwischen den potentiellen Käuferunternehmen und dem BKartA dar. Zur Abgrenzung des relevanten Marktes sind sowohl sachliche als auch räumliche Kriterien zu beachten. Bei der Bestimmung des sachlich relevanten Marktes wird dabei auf das Bedarfsmarktkonzept abgestellt, das die Substituierbarkeit der Produkte aus der Sicht der Abnehmer berücksichtigt, wobei als objektives Kriterium der Austauschbarkeit der Preis gilt. Aus räumlicher Sicht gilt in der Regel das gesamte Bundesgebiet als relevant. In Branchen, in denen wie in den Fällen des Anlagenbaus oder der Luft- und Raumfahrtindustrie ein größeres Gebiet einen einheitlichen Wettbewerbsraum bildet, können Auslandsmärkte einbezogen werden, womit im Extremfall der Weltmarkt herangezogen werden kann. Allerdings tendieren das BKartA und das Berliner Kammergericht in der Rechtspraxis zu einer eher restriktiven Festsetzung des relevanten Marktes, was z.B. bei bituminösem Mischgut auf Grund seiner hohen Transportkosten die Region im Umkreis von 25 km vom Mischwerk bedeutet. Der Tatbestand der Marktbeherrschung ist gegeben, wenn:

- ein Unternehmen keine Wettbewerber besitzt oder keinem wesentlichen Wettbewerb ausgesetzt ist;
- ein Unternehmen eine im Verhältnis zu seinen Wettbewerbern überragende Marktstellung hat.

Bei der Einschätzung der Wettbewerbssituation in Bezug auf diese Kriterien wendet das BKartA die so genannte Gesamtbetrachtungsweise an, in der die zu erwartenden Veränderungen der strukturellen Wettbewerbsbedingungen prognostiziert werden. Allerdings ist das Gesetz auf Grund der unbestimm-

ten Rechtsbegriffe „wesentlicher Wettbewerb“ und „überragende Marktstellung“ nicht in der Lage, für Rechtssicherheit zu sorgen. Die Beurteilung, ob eine „überragende Marktstellung“ vorliegt, erfolgt unter Analyse des Marktanteils, der Finanzkraft, dem Zugang zu den Beschaffungs- oder Absatzmärkten, etwaigen Verflechtungen mit anderen Unternehmen, sowie dem Vorliegen rechtlicher oder tatsächlicher Schranken für den Marktzutritt anderer Unternehmen; ferner sind auch der tatsächliche oder potentielle Wettbewerb, die Fähigkeit, Angebote oder Nachfragen auf andere Waren oder gewerbliche Leistungen umzustellen, sowie die Möglichkeit der Marktgegenseite, auf andere Unternehmen auszuweichen, zu berücksichtigen.

Letztendlich kommt es bei der Beurteilung der Marktbeherrschung immer auf den konkreten Einzelfall an. Gegen eine Untersagungsverfügung durch das BKartA können die betroffenen Unternehmen in zweifacher Hinsicht angehen. Zum einen steht ihnen innerhalb eines Monats das Rechtsmittel der Beschwerde beim Kammergericht Berlin offen. Die Beschwerde hat allerdings keine aufschiebende Wirkung, was im Falle der präventiven Fusionskontrolle bedeutet, dass die Unternehmen weiterhin daran gehindert sind, den geplanten Zusammenschluss zu realisieren. Ist der Zusammenschluss bereits vollzogen, besitzt die fehlende aufschiebende Wirkung der Beschwerde keine unmittelbaren Konsequenzen. Die Durchsetzung einer Auflösung ist erst bei Unanfechtbarkeit der Untersagungsverfügung möglich. Zum anderen kann innerhalb eines Monats nach dem Vorliegen einer Untersagungsverfügung beim Bundeswirtschaftsministerium die Erlaubnis zu einem Zusammenschluss beantragt werden (§ 42 GWB). Diese sog. „Ministererlaubnis“ kann vom Bundesminister für Wirtschaft erteilt werden, wenn die mit einem Zusammenschluss einhergehenden Wettbewerbsbeschränkungen von gesamtwirtschaftlichen Vorteilen aufgewogen werden oder durch ein überragendes Interesse der Allgemeinheit gerechtfertigt sind. Auf Grund der hohen Anforderungen, die an diese Erlaubnis gestellt werden, wurde von dieser Möglichkeit bisher selten Gebrauch gemacht. Spektakulärstes Beispiel ist sicherlich der Fall „Daimler-Benz/MBB“, in dem die Erlaubnis vom damaligen Bundeswirtschaftsminister Haussmann unter Auflagen erteilt wurde, der das Thema M&A über den wettbewerbspolitischen Rahmen hinaus in die gesellschaftspolitische Diskussion gerückt hat. Vor der Freigabe des Fusionsvorhabens durch das BKartA kann die Fusion nicht vollzogen werden. Dies bedeutet, dass weder Gesellschaftsanteile noch mobile (z.B. Patente) oder immobile (z.B. Grundstücke) Vermögenswerte erworben bzw. übertragen werden dürfen.

Auf der europäischen Ebene gilt seit dem 21. September 1990 die Fusionskontrollverordnung (VO). Demnach sind Zusammenschlussvorhaben von der EU-Kommission anstelle von einer nationalen Behörde zu untersuchen, wenn folgende Größenkriterien überschritten werden:

- der weltweite Umsatz der fusionierenden Unternehmen beträgt mindestens 5 Mrd. Euro;
- der Umsatz innerhalb der EU von mindestens zwei der beteiligten Unternehmen übersteigt jeweils 250 Mio. Euro.

Darüber hinaus liegt der Zusammenschluss weiterhin im Rahmen der nationalen Behörden, wenn die beteiligten Gesellschaften jeweils mehr als zwei Drittel ihres EU-weiten Umsatzes in demselben Mitgliedsland generieren. Ähnlich wie das BKartA prüft auch die Kommission Zusammenschlüsse in einem zweistufigen Verfahren, in dem zunächst der sachlich und räumlich relevante Markt abgegrenzt wird und anschließend geprüft wird, ob durch den Zusammenschluss eine marktbeherrschende Stellung entsteht oder verstärkt wird, durch die wirksamer Wettbewerb behindert wird.

#### 2.2.4 Arbeitsrecht

Das Arbeitsrecht enthält in erster Linie Bestimmungen, inwiefern die Arbeitsverhältnisse durch eine Übernahme tangiert werden. Handelt es sich um eine Unternehmensveräußerung durch Übertragung von Gesellschaftsanteilen, so bleibt die Unternehmensidentität gewahrt und die Arbeitsverhältnisse unberührt. Wird dagegen ein Betriebsübergang oder -teilübergang durch die Übertragung von Wirt-

schaftsgütern und Verbindlichkeiten ausgelöst, sieht § 613a BGB als automatische Rechtsfolge grundsätzlich die Fortsetzung der Arbeitsverhältnisse durch den neuen Inhaber vor. Weitere Fragen des Arbeitsrechts im Zusammenhang mit M&A-Aktivitäten sind z.B. das Widerspruchsrecht der Arbeitnehmer gegen den Übergang des Arbeitsverhältnisses, kündigungsrechtliche Probleme und die Rolle des Betriebsrates bei der Veräußerung eines Unternehmens.

### 2.3 Steuerrechtliche Vorschriften

Die Form des Erwerbs von Unternehmen bzw. Unternehmenstiteln wird sehr stark von steuerrechtlichen Bestimmungen beeinflusst. Wie bereits erwähnt, ist dabei grundsätzlich von zwei Arten des Unternehmenskaufs auszugehen: dem Verkauf einer Beteiligung (Share Deal) oder dem Kauf von Wirtschaftsgütern (Asset Deal). Daneben ist auch eine Kombination der beiden Formen denkbar. Es gibt keine steueroptimale Variante, denn jede Erwerbsform hat bezüglich der jeweiligen Transaktion ihre spezifischen Vor- und Nachteile. Dabei ergibt sich das Dilemma, dass für den Erwerber trotz zivilrechtlicher Nachteile in der Regel der Asset Deal von Vorteil ist, während aus Verkäufersicht in der Regel der Share Deal vorteilhaft ist.

#### 2.3.1 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 (= Verkaufspreis - Buchvermögen - Veräußerungskosten) einen Teil des Betriebsaufgabenerfolgs dar, und es wird nach Maßgabe der §§ 16, 34 EStG bei natürlichen Personen besteuert. Vorteile können sich hier z.B. aus der sog. Fünftelungs-Regelung des § 34 EStG ergeben. Die für die außerordentlichen Einkünfte anzusetzende Einkommensteuer beträgt dann das Fünffache des Unterschiedsbetrags zwischen der Einkommensteuer für das um diese Einkünfte verminderte zu versteuernde Einkommen (verbleibendes zu versteuerndes Einkommen) und der Einkommensteuer für das verbleibende zu versteuernde Einkommen zuzüglich eines Fünftels dieser Einkünfte. Hat der Steuerpflichtige das 55. Lebensjahr vollendet oder ist er im sozialversicherungsrechtlichen Sinne dauernd berufsunfähig, so steht dem Veräußerer ein Freibetrag in Höhe von 45.000 Euro zu. Dieser Freibetrag wird dem Steuerpflichtigen indes nur einmal zu. Des Weiteren ermäßigt sich der Freibetrag automatisch um den Betrag, um den der Veräußerungsgewinn 136.000 Euro übersteigt.

Darüber hinausgehende Veräußerungsgewinne unterliegen der vollen Besteuerung. Alternativ kann ein steuerlicher Vorteil auch erreicht werden, indem teilweise die Übertragung der Reserven vorgenommen wird (vgl. §§ 6b und 6c EStG). Werden im Falle des Asset Deal einzelne Wirtschaftsgüter des Betriebsvermögens veräußert, so ist der Veräußerungsgewinn steuerlich nicht begünstigt. Werden dagegen „geschlossene Komplexe“ (der ganze Betrieb, ein Teilbetrieb, ...) von Wirtschaftsgütern veräußert, dann ist der Veräußerungsgewinn nach Maßgabe der §§ 16, 34 EStG steuerlich begünstigt (bei natürlichen Personen kommt grundsätzlich der halbe Steuersatz zur Anwendung). 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. Für den Erwerber stellt sich der Kauf von Gesellschaftsanteilen an Personengesellschaften wie ein Asset Deal dar, was zur Folge hat, dass er die bezahlten stillen Reserven aufdecken und in Zukunft abschreiben kann.

Beim Share Deal (Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften) muss danach differenziert werden, ob sich die zu veräußernde Beteiligung 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 Ver-

äußerungsgewinn aber doch (ermäßigt) steuerbar, wenn die Beteiligung zum Zeitpunkt der Veräußerung über 1% beträgt oder in den fünf der Veräußerung vorangegangenen Jahren über dieser Schwelle lag. In diesen Fällen unterliegt auch eine Veräußerung der Beteiligung in mehreren Schritten der Einkommensteuer. Selbst bei einer im PV gehaltenen Beteiligung von 1% 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 (so genannte Spekulationsfrist gem. § 23 EStG).

Insgesamt strebt der Erwerber aus ertragsteuerlicher Sicht fast immer einen Asset Deal an, um ein zusätzliches Abschreibungspotential nutzen zu können. Für den Verkäufer hängt die Entscheidung zwischen Asset Deal und Share Deal sowohl von der Höhe der Steuersätze als auch der Höhe des entstehenden Veräußerungsgewinns ab. Ist auch für ihn der Asset Deal günstiger, sollte dieser als Übernahmeform gewählt werden. Ist für ihn im Gegensatz zum Käufer die Wahl des Share Deals mit Vorteilen verbunden, bietet sich die Wahl eines Kombinationsmodells an, nach dem der Käufer zunächst die Anteile am Zielunternehmen erwirbt (Share Deal), um in einem zweiten Schritt von dieser die Wirtschaftsgüter zu kaufen (interner Asset Deal). Diese Vorgehensweise hat allerdings den praktischen Nachteil, dass Gewerbesteuer auf den bei der Zielgesellschaft entstehenden Veräußerungsgewinn anfällt. Als Alternative wird deshalb seit Inkrafttreten des neuen Umwandlungssteuerrechts zuweilen vorgeschlagen, die Zielgesellschaft in eine Personengesellschaft umzuwandeln. Für den Veräußerer ergeben sich daraus die ertragsteuerlichen Konsequenzen eines Share Deals, für den Erwerber in etwa die eines Asset Deals.

### 2.3.2 Körperschaftsteuer

Für den Fall, dass sich ein zur Veräußerung stehendes Unternehmen im Besitz einer Kapitalgesellschaft befindet, finden die Vorschriften des Körperschaftsteuergesetzes (KStG) Anwendung. Grundsätzlich wird der Veräußerungsgewinn hier nicht nach Maßgabe des Halbeinkünfteverfahrens behandelt. Vielmehr können Veräußerungsgewinne nach § 8 Abs. 1 KStG vollumfänglich steuerfrei vereinnahmt werden. Dem steht jedoch ein pauschales Betriebsausgabenabzugsverbot in Höhe von 5% entgegen, so dass es per saldo nur zu einer Steuerbefreiung von 95% kommt. Unabhängig vom Betriebsausgabenabzugsverbot können Kapitalgesellschaften jedoch alle Aufwendungen, die mit dem Verkaufsvorgang in Zusammenhang stehen, steuermindernd als Betriebsausgabe ansetzen.

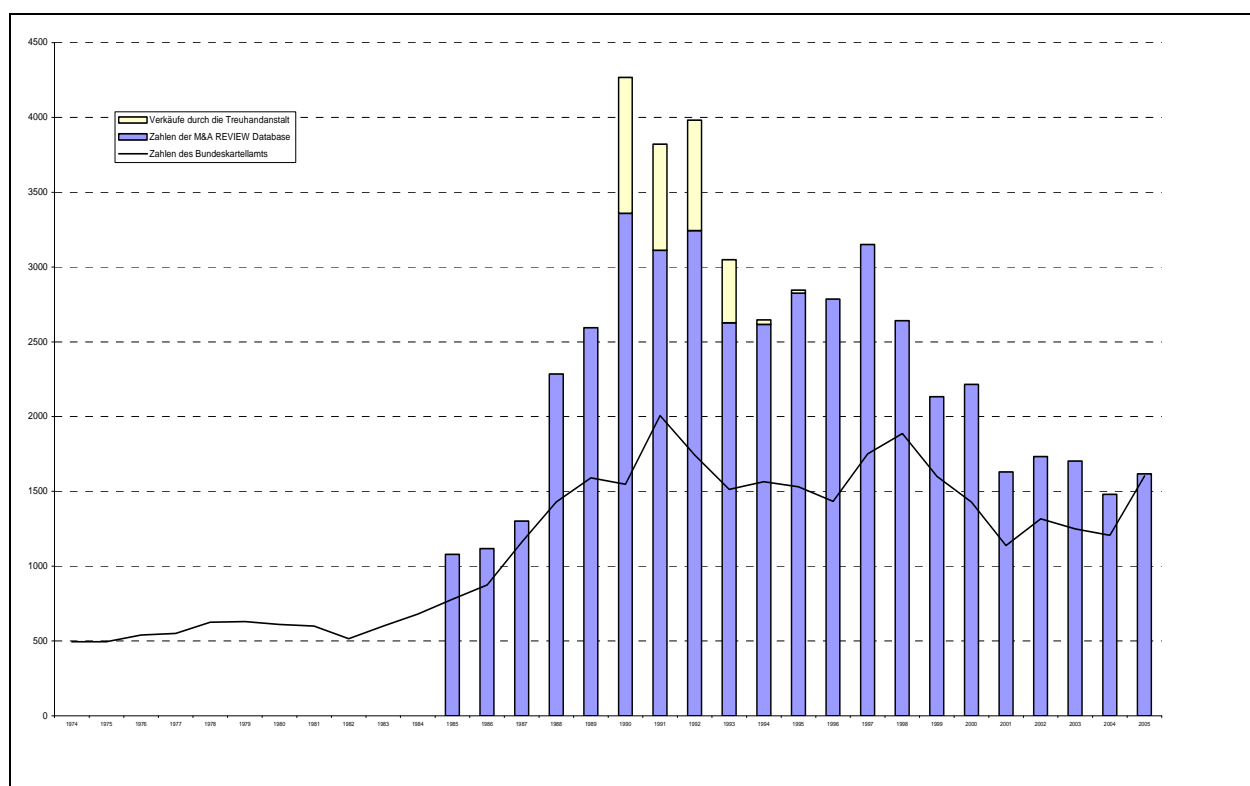
## 3 Der deutsche Markt für Unternehmenskontrolle

Nach Angaben des Dienstleisters für Finanzinformationen Dealogic lag Deutschland 2005 weltweit nach den USA, Großbritannien und Japan an vierter Stelle gemessen am M&A-Volumen. Bei den Transaktionszahlen hingegen kommt Deutschland nur auf den achten Platz – ein Indiz dafür, dass die deutsche M&A-Szene im internationalen Vergleich längst nicht mehr so stark mittelstandslastig ist wie noch in den 1990er Jahren. Auch hierzulande trauen sich die Unternehmen inzwischen vermehrt große Deals zu, vor allem seit sich nun auch endlich wieder die strategischen Investoren nach einer mehrjährigen Restrukturierungsphase aufs M&A-Parkett wagen.

### 3.1 Transaktionsentwicklung

Betrachtet man in Abbildung 2 die Transaktionszahlen der einzelnen Jahre, so ist ein starker Anstieg Mitte der 1980er Jahre zu verzeichnen. Dieser Anstieg wurde, ähnlich wie in anderen europäischen Staaten, durch die vierte große Merger-Welle in den USA ausgelöst. Allerdings wäre es verfehlt, von einem simplen Überschwappen der Welle zu sprechen. Während in den USA die Mehrzahl der Transaktionen Folge finanzwirtschaftlicher Überlegungen waren, standen hierzulande damals noch strategische Intentionen im Vordergrund.

Abb. 2: Transaktionsentwicklung in Deutschland seit 1974 (Quelle: M&amp;A DATABASE)



Der weitere Anstieg der Transaktionszahlen Ende der 1980er Jahre ist auch vor dem Hintergrund der Bildung des Europäischen Binnenmarktes zu sehen. Während die M&A-Aktivität Anfang der 1990er Jahre in anderen Teilen der Welt deutlich abflachte, waren zahlreiche europäische Unternehmen gezwungen, sich neu zu positionieren, was bei dem gegebenen Zeitdruck häufig nur durch den Kauf und Verkauf von Beteiligungen möglich war. Parallel dazu entstand ein Sondereffekt durch die Verschärfung des Steuerrechts bei der Behandlung von Veräußerungsgewinnen. Anfang der 1990er Jahre erhielt speziell der deutsche Markt für Unternehmenskontrolle einen weiteren Schub durch die Wiedervereinigung. Allein in den Jahren 1990-92 waren insgesamt über 2.000 Verkäufe durch die Treuhandanstalt zu verzeichnen. Der bisherige Höhepunkt wurde im Jahr 1990 erreicht, als allein die M&A DATABASE der Universität St. Gallen knapp 3.500 Transaktionen verzeichnete.

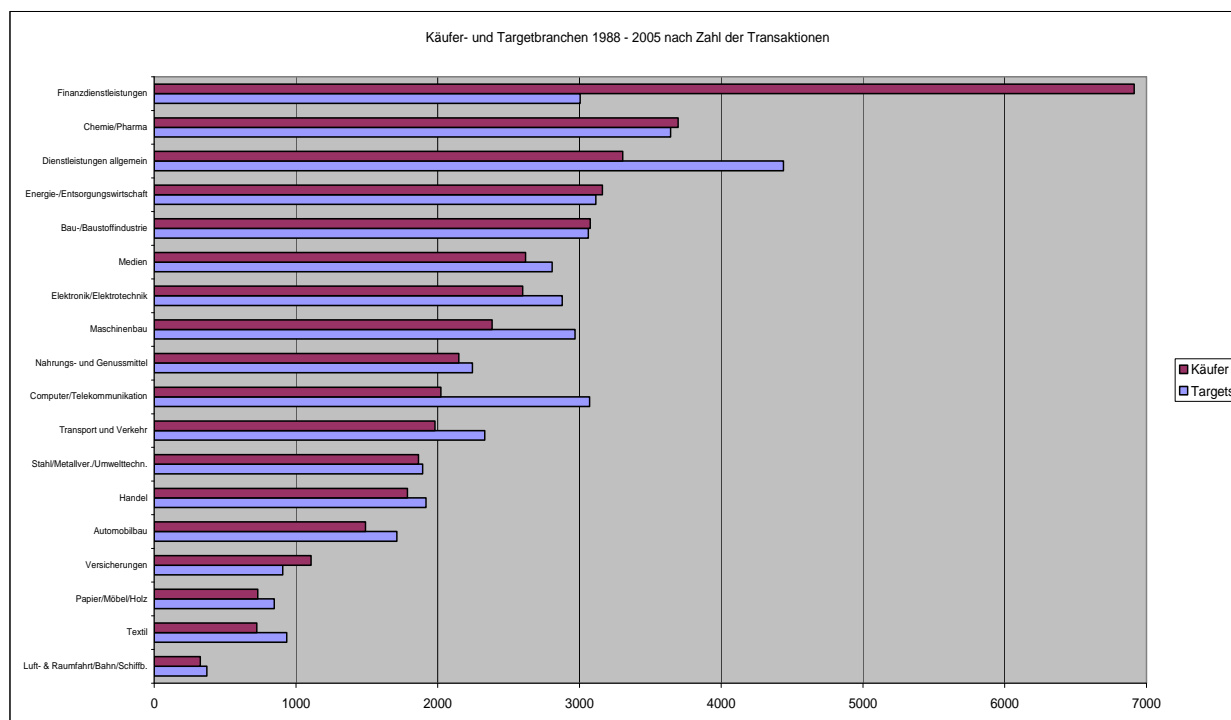
Bereinigt um die Treuhandprivatisierungen waren die Transaktionszahlen in den frühen 1990er Jahren allerdings rückläufig. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass bis dahin aktive Player angesichts der negativen konjunkturellen Entwicklung im Hinblick auf ihre Beteiligungspolitik in eine Konsolidierungsphase eingetreten waren. Der Markt entwickelte sich tendenziell zu einem Käufermarkt; wo früher Kaufinteressenten Schlange standen, blieben verkaufswillige Unternehmen häufig erfolglos und die bis dahin hohen Kaufpreise ließen sich nicht mehr realisieren. Andererseits waren in einzelnen Branchen viele denkbare Deals bereits „gelaufen“, was zusammen mit einem hohen Zinsniveau die Kauflust dämpfte. Erst 1995 konnte der Markt aus dieser Abwärtsbewegung mit dem Beginn der fünften Merger-Welle wieder ausbrechen. In dieser Zeit wurde auch hierzulande verstärkt die Aktie als Transaktionswährung entdeckt und die Unternehmen orientierten sich zunehmend an den Aktionärsinteressen, also dem Shareholder Value. Doch der geplatze Internet-Bubble sorgte auch in Europa für eine Krise an den Kapitalmärkten und damit fand Anfang des neuen Jahrtausends auch die europäische Merger-Welle ein jähes Ende.

Die aktuelle sechste Merger-Welle beschränkte sich bis Ende 2004 zum Großteil auf den US-amerikanischen Markt. Dieses Mal dauerte es lange, bis die Welle nach Europa und vor allem nach Deutschland überschwappte. Noch 2004 stockten die innerdeutschen Reformbemühungen, die Binnennachfrage entwickelte sich schleppend und der anhaltend schwache US-Dollar machte den stark exportabhängigen deutschen Unternehmen das Leben nicht leichter. Gleichzeitig war man hierzulande noch mit den Aufräumarbeiten im Gefolge der Wirtschaftsflaute Anfang des Jahrtausends beschäftigt und versuchte daher eher, Geschäftsbereiche außerhalb des Kernbereichs abzustoßen, statt bereits wieder an Zukäufe zu denken. Das Jahr 2005 brachte dann aber die Wende: neben den Finanzinvestoren, die bereits in 2004 verstärkt auf dem deutschen M&A-Markt aktiv geworden waren, traten nun auch die strategischen Investoren wieder auf die M&A-Bühne. Nach Jahren der Restrukturierung waren die Kassen vieler Unternehmen prall gefüllt und die Kapitalmärkte schienen endlich wieder bereit zu sein, nachvollziehbare Akquisitionen auch entsprechend zu honorieren. Allerdings zeigt sich der M&A-Boom auch in Deutschland weniger bei den Transaktionszahlen als beim Transaktionsvolumen: die zehn größten Deals mit deutscher Beteiligung brachten es im Jahr 2005 auf ein doppelt so hohes Transaktionsvolumen wie die Top Ten der Vorjahresdeals. Dieser Trend hielt auch im Jahr 2006 an: in den ersten fünf Monaten des Jahres 2006 wurden hierzulande so viele Mega-Deals im Milliardenbereich angekündigt wie selten zuvor. Laut vieler Ökonomen wird die positive Entwicklung auch in 2007 anhalten, nicht zuletzt durch die nach wie vor stattlichen Geldzuflüsse in den Private Equity Sektor.

### 3.2 Branchenentwicklung

Die branchenbezogene Analyse in Abbildung 3 zeigt, dass die aktivsten Käuferbranchen nicht automatisch mit den begehrtesten Targetbranchen gleichzusetzen sind.

Abb. 3: Die begehrtesten Target- und aktivsten Käuferbranchen 1988-2005 nach Zahl der Transaktionen (Quelle: M&A DATABASE)



Über den Zeitraum von 1988-2005 betrachtet, lagen auf der Käuferseite Finanzdienstleister, in erster

Linie Banken und Beteiligungsgesellschaften, auf dem Spitzenplatz. Vor allem große Immobilienbestände sowie mittelständische Unternehmen haben es den Private Equity-Investoren in den letzten Jahren angetan. Ihr Anteil an der Gesamtzahl der erfassten Deals liegt dabei bei fast 16%. Es folgen die Chemie-/Pharma-Branche auf Platz 2 und das Dienstleistungsgeschäft, in dem die M&A-Aktivität aktuell stark durch die Privatisierungswelle im Gesundheitsbereich angetrieben wird. An vierter Stelle folgt die Energie- und Entsorgungswirtschaft, die allerdings nach erfolgreicher Restrukturierung in den 1990er Jahren Anfang des neuen Jahrtausends weniger durch große Deals als durch Fokussierung auf bestimmte Kerngeschäfte aufgefallen ist. Erst Anfang 2006 erregte die Ankündigung der E.ON AG, den spanischen Versorger Endesa übernehmen zu wollen, wieder für Furore. Auf Platz 5 folgt die stark mittelständisch geprägte Baubranche, die durch die Wiedervereinigung an Dynamik gewann. Krisenbedingt fanden und finden in dieser Branche auch im neuen Jahrtausend zahlreiche Konsolidierungstransaktionen statt.

Was schon durch die geringen Abweichungen zwischen Käufer- und Verkäuferaktivität in den verschiedenen Branchen deutlich wird, unterstreicht Abbildung 4: Die Mehrzahl der durchgeführten Transaktionen sind horizontaler Natur, was die starke Besetzung der Hauptdiagonalen verdeutlicht. Insbesondere die Medienbranche, Transport und Verkehr sowie Computer und Telekommunikation fallen durch einen hohen Anteil horizontaler Aktivitäten auf, während in der Metall verarbeitenden Industrie Diversifikationsbestrebungen in andere Bereiche dominieren. Durch ihren hohen Anteil an Industriebeteiligungen ist auch der horizontale Aktionsgrad der Finanzdienstleister sehr gering. Neben horizontalen Akquisitionen besitzen auch Vorwärts- bzw. Rückwärtsintegrationen einen hohen Verwandtschaftsgrad mit dem Hauptgeschäft des Erwerbers. Horizontale Käufe führen insbesondere dann zu Konzentrationsverstärkenden Tendenzen, wenn wenige Käufe branchenfremder Unternehmen zu verzeichnen sind. Dies ist z.B. in der Nahrungs- und Genussmittelindustrie und im Bereich der Medien festzustellen. Demgegenüber werden Dienstleistungsunternehmen und Gesellschaften der Luft- und Raumfahrt sowie in der Bahntechnik und im Schiffbau vorwiegend von Gesellschaften akquiriert, die auf anderen Gebieten tätig sind.

Abb. 4: Transaktionen 1988-2005 unter Beteiligung deutscher Unternehmen (Quelle: M&A DATABASE)

Anzahl der Transaktionen unter deutscher Beteiligung im Jahr 1988 - 2005																								
Transaktionen 1988-2005																								
Zielbranche	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	Summe	%			
<b>Käuferbranche</b>																								
Energie-/Entsorgungswirtschaft	1	2153	76	71	55	7	59	7	17	7	62	3	74	192	10	101	15	2	100	151	3162	7,2	68,1	69,1
Chemie/Pharma	2	124	2548	127	79	67	130	36	32	53	30	10	54	144	7	81	20	5	30	119	3696	8,4	68,9	69,9
Stahl/Metallver./Umwelttechn.	3	54	150	907	205	95	92	11	9	26	28	0	21	47	1	86	25	14	25	78	1864	4,3	48,7	47,9
Maschinenbau	4	41	48	156	1548	61	173	7	4	18	28	0	15	76	10	47	8	27	32	85	2384	5,4	64,9	52,2
Automobilbau	5	7	51	38	93	971	74	14	1	17	35	4	7	37	3	24	6	27	32	49	1490	3,4	65,2	56,7
Elektronik/Elektrotechnik	6	33	72	60	170	92	1418	10	6	105	32	4	22	111	23	29	22	22	278	90	2599	5,9	54,6	49,3
Textil	7	2	29	4	5	10	505	2	54	14	0	14	33	5	10	10	0	12	10		724	1,7	69,8	54,1
Nahrungs- und Genussmittel	8	19	34	3	11	8	3	21	1702	137	29	0	35	42	5	19	9	0	7	64	2148	4,9	79,2	75,8
Handel	9	17	53	24	33	35	65	56	119	1035	52	4	38	62	26	24	19	2	30	93	1787	4,1	57,9	54,0
Finanzdienstleistungen	10	157	299	238	406	232	461	154	210	184	2017	187	228	828	315	329	96	30	400	142	6913	15,8	29,2	67,1
Versicherungen	11	2	10	5	7	8	9	4	0	4	236	644	10	104	1	4	3	3	18	35	1107	2,5	58,2	71,1
Transport und Verkehr	12	33	21	16	17	6	6	1	12	8	30	1	1493	159	9	20	1	20	64	64	1981	4,5	75,4	64,0
Dienstleistungen allgemein	13	160	56	40	75	40	79	31	36	53	145	19	110	1977	94	97	17	14	185	77	3305	7,6	59,8	44,5
Medien	14	2	3	2	11	1	17	5	0	26	54	1	21	114	2114	6	13	1	141	87	2619	6,0	80,7	75,3
Bau-/Baustoffindustrie	15	154	101	96	86	14	39	5	6	62	42	1	41	165	4	2083	38	0	21	117	3075	7,0	67,7	68,0
Papier/Möbel/Holz	16	12	38	9	11	2	11	5	1	40	19	0	3	17	11	13	501	0	7	31	731	1,7	68,5	59,1
Luft- & Raumfahrt/Bahn/Schiffb.	17	2	5	7	16	11	34	1	0	2	6	1	21	12	1	5	1	170	9	21	325	0,7	52,3	45,8
Computer/Telekommunikation	18	2	9	6	20	8	96	0	0	24	33	2	21	135	48	2	4	3	1564	45	2022	4,6	77,3	50,9
Sonstige	19	142	40	85	120	49	102	71	87	62	112	25	104	184	119	82	39	31	117	256	1827	4,2	14,0	15,9
<b>Summe</b>	<b>20</b>	<b>3116</b>	<b>3643</b>	<b>1894</b>	<b>2968</b>	<b>1712</b>	<b>2878</b>	<b>934</b>	<b>2244</b>	<b>1917</b>	<b>3004</b>	<b>906</b>	<b>2332</b>	<b>4439</b>	<b>2806</b>	<b>3062</b>	<b>847</b>	<b>371</b>	<b>3072</b>	<b>1614</b>	<b>43759</b>			
<b>Anteil in Prozent</b>	<b>21</b>	<b>7,1</b>	<b>8,3</b>	<b>4,3</b>	<b>6,8</b>	<b>3,9</b>	<b>6,6</b>	<b>2,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>	<b>6,9</b>	<b>2,1</b>	<b>5,3</b>	<b>10,1</b>	<b>6,4</b>	<b>7,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>7,0</b>	<b>3,7</b>	<b>100</b>			

<sup>a)</sup> Der horizontale Aktionsgrad drückt den Anteil der Aktivitäten aus, der in der eigenen Branche zu verzeichnen ist. Der Prozentanteil ergibt sich durch Division der Hauptdiagonalen durch die Zeilensumme (z.B. HAG der Finanzdienstleister: (2.017/6.913)\*100=29,2% und damit extrem niedrig, da nur 29% der Akquisitionen in der eigenen Branche durchgeführt werden).

<sup>b)</sup> Der relative Konzentrationsgrad ist durch den Quotienten aus Hauptdiagonale und Spaltensumme definiert. Je höher dieser Wert ausfällt, umso höher ist der konzentrierte Charakter der Akquisitionen. Aufbau der Matrix: In Zeilenrichtung gelesen gibt sie an, wie viele Transaktionen z.B. Chemie-/Pharma-Unternehmen im Betrachtungszeitraum insgesamt getätigt haben (Summe = 3.696 bzw. 7,2% aller 43.759 Transaktionen) und aus welchen Branchen die Targets kommen (z.B. 124 Energie-/Entsorgungs-Unternehmen, 2.548 Chemie-/Pharmaunternehmen usw.). Analog gibt die Spaltenrichtung an, dass z.B. 2.878 Unternehmen der Elektronikbranche im Betrachtungszeitraum akquiriert wurden (davon 59 durch Energie-/Entsorgungsunternehmen, 130 durch Chemie-/Pharmaunternehmen usw.).

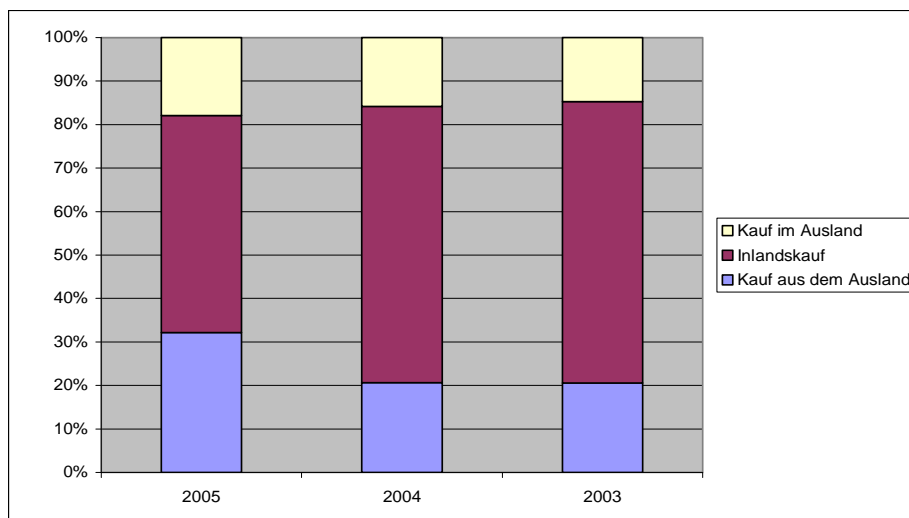
### 3.3 *Cross-Border-Aktivitäten*

Richtet man den Blick über die Grenzen, müssen teilweise andere Maßstäbe an das Akquisitionsverhalten der Unternehmen gelegt werden. Die genannten Triebkräfte, die für eine Zunahme der Transaktionen in Deutschland angeführt wurden, können nicht automatisch auf Cross-Border-Aktivitäten übertragen werden. Anreize für ein Engagement in Deutschland liegen z.B. im hohen technischen Standard vieler mittelständischer Anbieter von Speziallösungen mit hohem Value Added und im hervorragenden Ausbildungsstand, insbesondere der Facharbeiterschaft, was sich in der im internationalen Vergleich hohen Produktivität niederschlägt. Deutschland bildet in gewisser Weise auch einen Brückenkopf zu osteuropäischen Ländern, was sich nach der Wiedervereinigung in einer hohen Nachfrage nordamerikanischer, französischer und japanischer Unternehmen nach Objekten der Treuhandanstalt aus den neuen Bundesländern widerspiegelte. Durch die zentraleuropäische Lage besitzt Deutschland zusätzliche Attraktivität für Unternehmen, die auf dem europäischen Binnenmarkt agieren wollen. Seit Mitte 2003 kaufen sich auch Investoren aus den boomenden asiatischen Ländern langsam aber stetig in den deutschen Mittelstand ein. Vor allem chinesische Investoren setzen dabei konsequent auf eine „Schnäppchen“-Strategie: sie suchen gezielt wirtschaftlich angeschlagene Unternehmen, die trotz operativer Verluste über renommierte Markennamen oder innovatives technologisches Know How verfügen. Auch immer mehr indische Unternehmen befinden sich mittlerweile auch international auf der Überholspur und sind längst nicht mehr damit zufrieden nur ein „Major Regional“ in Asien zu sein.

Doch auch deutsche Unternehmen kaufen nach wie vor fleißig im Ausland ein. Ein Grund für Auslandsakquisitionen deutscher Unternehmen liegt im Zukauf spezifischer Wertschöpfungspotenziale. Dies gilt u.a. im Falle von Technologien, deren Fortentwicklung wegen restriktiver Interventionen des inländischen Gesetzgebers nicht im erwünschten Maße verfolgt werden kann. So kann man z.B. seit Jahren gezielte Zukäufe deutscher Pharmaunternehmen im Bereich der Biotechnologie verfolgen, wo häufig amerikanische oder englische Objekte akquiriert werden. Weitere Ursachen finden sich in den begrenzten und in zahlreichen Branchen erschöpften Wachstumspotenzialen des inländischen Marktes oder in der Lukrativität vergleichbarer Auslandsmärkte. So können beispielsweise auf dem britischen Markt für Lebensmittel weit höhere Gewinnspannen realisiert werden als in Deutschland. Viele Anbieter sind auf Grund der Globalisierung der Märkte gezwungen, auch in wichtigen Auslandsmärkten eine gewisse kritische Größe zu erreichen. Das ist auf Grund der Notwendigkeit eines raschen Markteintritts und des geringen weltweiten Bekanntheitsgrads deutscher Unternehmen und Marken häufig nur durch Akquisitionen bereits etablierter Player in den jeweiligen Ländern möglich. Hohe Wachstumsraten können im heimischen Markt in vielen Branchen nicht mehr erzielt werden, weshalb viele Unternehmen in Emerging Markets drängen. Nach der Öffnung des Ostblocks waren insbesondere Engagements in Ungarn, Polen und der ehemaligen CSFR zu verzeichnen, darauf folgte eine Fokussierung auf asiatische Länder, insbesondere China. Neben den erhofften Wachstumsraten in diesen Regionen spielt natürlich auch das teilweise signifikante Lohngefälle eine wichtige Rolle. Insbesondere auf Grund der hohen Lohnnebenkosten in Deutschland wandern viele Produzenten in Billiglohnländer ab. Paradebeispiel ist hier die Textilindustrie.

Wie Abbildung 5 zeigt, lässt sich von 2003 bis 2005 folgende Entwicklung der grenzüberschreitenden Transaktionen deutlich erkennen:

Abb. 5: Anteil der Cross-Border-Transaktionen 2003-2005 (Quelle: M&amp;A DATABASE)



Während die Auslandskäufe deutscher Unternehmen nur leicht angestiegen sind, ist ein starker Anstieg bei den Käufen aus dem Ausland zu verzeichnen. Das rührt zum Einen aus der verstärkten Aktivität ausländischer Beteiligungsgesellschaften auf dem deutschen M&A-Markt. Diese haben das Anziehen der Märkte hierzulande vor den strategischen Investoren erkannt und für einen frühen, lukrativen Einstieg in Unternehmen genutzt, die inzwischen nach erfolgreicher Sanierung häufig bereits weiterverkauft (entweder an einen strategischen Investor oder im Rahmen eines sog. „secondary buy-outs“ an einen anderen Finanzinvestor, →Private Equity: Secondary Market) oder an die Börse gebracht wurden. Außerdem kaufen inzwischen Unternehmen aus den boomenden Emerging Markets Asiens und – zumindest teilweise – auch Osteuropa langsam aber sicher im Ausland und dort unter anderem eben auch in Deutschland zu. Insgesamt ist eine Internationalisierung der deutschen M&A-Aktivitäten zu beobachten. Die wichtigsten Käufer- und Objektländer der vergangenen drei Jahre zeigen die Abbildungen 6 und 7.

Abb. 6: Wichtigste Käuferländer 2003-2005 nach Zahl der Transaktionen (Quelle: M&amp;A-DATABASE)

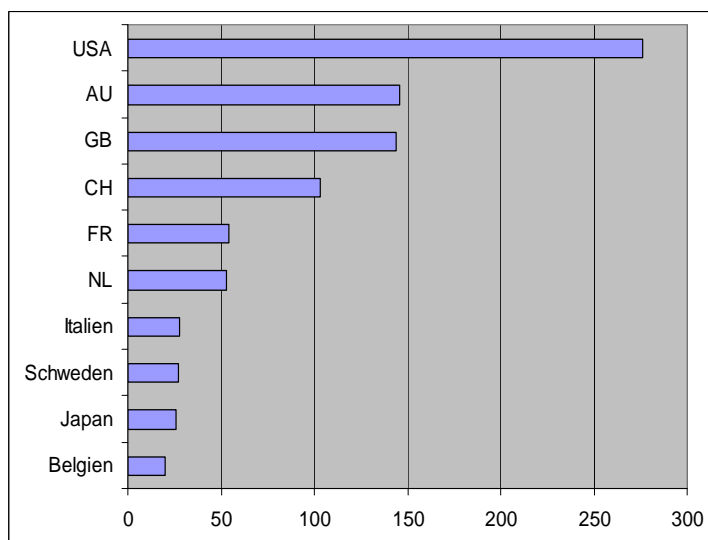
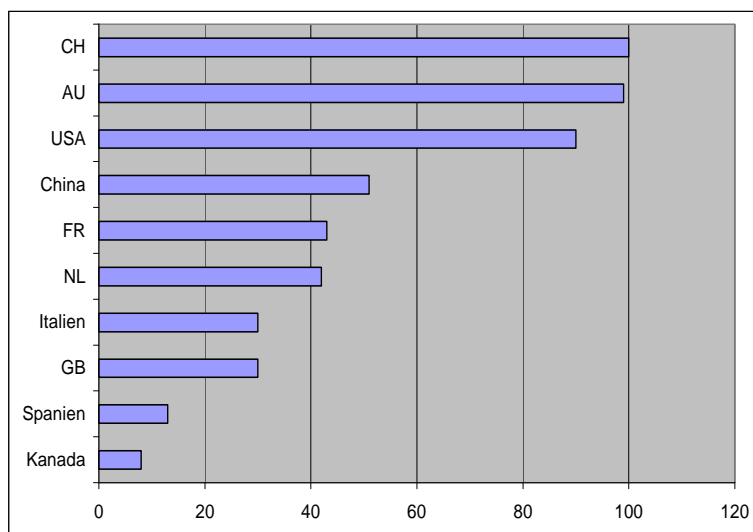


Abb. 7: Wichtigste Targetländer 2003-2005 nach Zahl der Transaktionen (Quelle: M&A DATABASE)



Auf Käuferseite belegen die USA klar den Spitzenplatz, die beliebtesten Kaufobjekte deutscher Unternehmen stammen dagegen aus den direkten Nachbarländern Schweiz und Österreich, die USA liegen hier nur an dritter Stelle. Vor allem deutsch-amerikanische Deals haben immer wieder Meilensteine in der deutschen M&A-Geschichte gesetzt. So kaufte im Jahr 2001 die US-amerikanische Abbott Laboratories Inc. die Pharma-Sparte der traditionsreichen BASF AG für knapp 7 Mrd. US\$ und im Jahr 2003 verlebte sich der Konsumgüterkonzern Procter&Gamble für immerhin noch 3,2 Mrd. Euro die deutsche Wella AG ein. Bemerkenswert ist, dass gemessen am Transaktionswert ein amerikanischer Finanzinvestor, die Blackstone Group, mit dem Kauf der Mehrheit am Chemiekonzern Celanese in 2004 für rund 3,1 Mrd. Euro an vierter Stelle liegt. Traditionell erwerben Beteiligungsgesellschaften eher mittelständische Unternehmen, doch immer häufiger werden Stimmen laut, die den Kauf eines DAX-Unternehmens durch ein Konsortium aus Finanzinvestoren durchaus für realistisch halten, da diese über ausreichend Finanzmittel verfügen.

Doch auch deutsche Unternehmen waren immer wieder im großen Stil in den USA aktiv. So war die bereits 1980 durchgeführte Übernahme der US-Supermarktkette A&P durch Tengelmann die erste größere internationale Transaktion unter deutscher Beteiligung. Den bisher größten Coup landete im Jahr 2002 die E.ON AG mit der Akquisition der britischen Powergen inklusive deren US-Tochter LG&E Energy für rund 8,1 Mrd. Euro. Diese Akquisition war für E.ON ein bedeutender Schritt auf dem Weg zum weltweit führenden Energiedienstleister. Sie eröffnete dem Konzern den Zugang zu einem der größten Strommärkte Europas und schaffte gleichzeitig eine starke Plattform für weiteres Wachstum im Mittleren Westen der USA. Auf dem zweiten Platz liegt hier die Allianz, die im Jahr 2000 für knapp 3,7 Mrd. Euro den US-amerikanischen Vermögensverwalter PIMCO Advisors erwarb. An dritter Stelle folgt die Hoechst AG, die sich 1995 den dritten Platz unter den Pharmaanbietern weltweit mit dem Erwerb von 72% an Marion Merrell Dow sicherte. Die wichtigsten ausländischen Käufer deutscher Unternehmen stammen aus führenden Industrieländern, während sich deutsche Investoren darüber hinaus zunehmend auch in Märkten engagieren, denen ein hohes Wachstumspotenzial zugesprochen wird. Hier ist vor allem der chinesische Markt zu nennen. In den letzten Jahren wurden allerdings auch japanische Investoren langsam aber sicher aktiver und bringen es inzwischen auf einen neunten Platz unter den häufigsten Käufern deutscher Unternehmen.

### 3.4 *Ausblick*

Zweifellos haben sich die Rahmenbedingungen für den deutschen M&A-Markt in den vergangenen Jahren verbessert. Dazu geführt haben u.a. die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, in dem weiterreichende Publizitätspflichten und Vorschriften zum Insiderhandel verankert sind. Ein weiterer wichtiger Schritt liegt in der Einführung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, das zugleich eine Annäherung an internationale Standards bedeutet. Schließlich ist auch eine Steigerung des Professionalisierungsgrades auf Seiten der M&A-Berater zu erkennen, der dazu beiträgt, dass das deutsche M&A-Geschehen – auch qualitativ – belebt wird. Auf der anderen Seite liegen noch einige Dinge im Argen, die eine schnelle positive Entwicklung behindern und zugleich fraglich erscheinen lassen. Von ausländischen Interessenten wird nach wie vor die geringe Transparenz des deutschen Marktes bemängelt. Zwar orientieren sich Großunternehmen, die zunehmend die internationalen Kapitalmärkte in Anspruch nehmen, vermehrt an den dort geltenden Standards, allerdings gilt diese Kritik im mittelständischen Bereich fast uneingeschränkt. Auch die erwähnte geringe Zahl börsennotierter Gesellschaften, die komplizierte steuerliche Behandlung von Unternehmenskäufen und die vorwiegend privaten Eigentumsverhältnisse zählen zu den Faktoren, die ausländische Investoren abschrecken (→Corporate Governance). Hinzu kommen Restriktionen in der Qualität der Unternehmenskontrolle, hervorgerufen durch personelle Verflechtungen in den Aufsichtsgremien. Hier ist in den letzten Jahren allerdings ein Trend zur Entflechtung der so genannten „Deutschland AG“ zu beobachten. Doch auch die Banken nehmen nach wie vor starken Einfluss (Aufsichtsratsmitgliedschaften, Ausübung von Depotstimmrechten); darüber hinaus gibt es ausgeprägte Mitbestimmungsregelungen. Die angesprochenen Nachteile erschweren auch den schnellen Ausstieg aus einem bereits eingegangenen Engagement, was häufig dazu führt, dass bereits der erste Schritt nicht vollzogen wird.

Der Schwerpunkt des deutschen Marktes für Unternehmenskontrolle wird zahlenmäßig auch in Zukunft im Bereich der mittelständischen Transaktionen liegen, auch wenn das Hauptaugenmerk und die höhere Publizität den vergleichsweise wenigen großen Deals gelten wird. Ein Schub in Bezug auf die Transaktionszahlen ist am ehesten von der vieldiskutierten Nachfolgeproblematik des deutschen Mittelstandes zu erwarten. Derzeit sind die M&A-Zahlen allerdings eher konstant, wohingegen die Volumina einen starken Aufwärtstrend verzeichnen. Zusätzliche Impulse werden von der Konzentration deutscher Unternehmen auf ihre Kerngeschäfte ausgehen, was mit der vermehrten Orientierung am Shareholder-Value-Konzept einhergeht. Auch der Konsolidierungsbedarf in einzelnen Branchen, wie z.B. der Baubranche oder der internationalen Finanzdienstleistungsbranche, wird weitere Aktivitäten auslösen. Durch die weitere Globalisierung der Märkte und die Verlagerung von Produktionskapazitäten ins Ausland werden auch in Zukunft grenzüberschreitende Transaktionen einen wichtigen Platz im deutschen M&A-Geschehen einnehmen.

Insgesamt hat Deutschland im letzten Jahrzehnt klar aufgeholt, was das Thema M&A angeht. Aktuell lassen sich verstärkt auch feindliche Übernahmeveruche beobachten, wie z.B. die versuchte Übernahme des Pharmaunternehmens Schering durch Merck im ersten Quartal 2006 – hier räumte Merck dem „weißen Ritter“ Bayer letztendlich das Feld. Seit kurzem heißt man sogar die noch in 2005 als „Heuschrecken“ bezeichneten Beteiligungsgesellschaften willkommen: Ausgerechnet die US-Gruppe Blackstone, die noch 2005 auf der „Heuschreckenliste“ auftauchte, stieg im zweiten Quartal 2006 für ca. 2,7 Mrd. Euro beim ehemaligen Staatsunternehmen Telekom ein und wurde von der Politik in Berlin fast überschwänglich als „strategischer Investor“ begrüßt. Beim Einstieg der beiden Beteiligungsgesellschaften KKR und Permira bei der Sendergruppe ProSiebenSat.1 Ende 2006 war das Wort „Heuschrecken“ schon gar nicht mehr zu hören – der deutsche M&A-Markt scheint also endgültig zum US-amerikanischen aufgeschlossen zu haben.

*Günter Müller-Stewens, Hendrik Vater & Inga Voss*

*Ergänzende Stichwörter*

Buy Out: Erscheinungsformen . Downstream Merger . Due Diligence . Kapitalmarkt: Grundlagen . Letter of Intent . Mergers & Acquisitions: Transaktionsberatung . Mergers & Acquisitions: Transaktionsdurchführung . Steuern in besonderen Anlässen . Unternehmensrestrukturierung

Über das aktuelle M&A -Geschehen im deutschsprachigen Raum berichtet die monatlich an der Universität St. Gallen erscheinende M&A REVIEW.