

Leseprobe zu



Hölters (Hrsg.)

Handbuch Unternehmenskauf

8. neu bearbeitete Auflage, 2015, 1712 Seiten,
gebunden, Handbuch,
ISBN 978-3-504-45557-6

Teil 1 Mergers & Acquisitions

Inhaltsverzeichnis

A.	Bedeutung und Grundfragen 1.1			1.	Gesamtverantwortung eines Steering Committees 1.96	
I.	Erwerbsobjekte und Erwerbsziele 1.1			2.	Die Bedeutung externer Berater 1.99	
	1.	Erwerbsobjekte 1.1		3.	Die beteiligten Personen in den einzelnen Phasen der Transaktion 1.102	
	2.	Erwerbsziele 1.8		III.	Rolle des Anwalts 1.116	
II.	Erwerbswege und Durchführungsformen 1.21			1.	Projektmanager statt Vertragstechniker 1.116	
	1.	Unternehmenserwerb durch Kauf 1.21		2.	Erstellung und Aktualisierung eines Akquisitionsplanes 1.122	
	2.	Übernahme über die Börse 1.25		IV.	Verhandlungsstrategien 1.123	
	3.	Gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung 1.30		V.	Besonderheiten beim „grenzüberschreitenden“ Unternehmenskauf 1.129	
	4.	Umwandlung 1.31		C.	Abwicklung 1.131	
III.	Der Markt für Unternehmen und Beteiligungen 1.32			I.	Reihenfolge der Abwicklungsschritte 1.131	
	1.	Informationsquellen 1.32		1.	Überblick über typische Abläufe 1.131	
	2.	Die Akteure im M&A-Markt 1.33		2.	Zwei Verhandlungspartner 1.132	
	3.	Weltweite Entwicklung und Besonderheiten des deutschen Marktes 1.42		3.	Controlled Auction 1.149	
IV.	Unternehmenskauf als konzernstrategisches Konzept 1.57			4.	Öffentliche Kaufangebote 1.160	
V.	Unternehmenskauf und Konzentration 1.64			II.	Due Diligence 1.166	
VI.	Einfluss des Unternehmenskaufs auf die Führungsstruktur 1.70			III.	Kaufpreis und Bewertung 1.170	
VII.	Management Buy-Out und Leveraged Buy-Out 1.77			1.	Bewertung als subjektiver Vorgang 1.170	
	1.	Entwicklung in Deutschland und Begriffsdefinition 1.77		2.	Interne Bewertung im Vorfeld des Unternehmenskaufs 1.174	
	2.	Rechtliche und steuerrechtliche Probleme 1.82		3.	Gemeinsame Bewertungen im Verhandlungsstadium 1.177	
VIII.	Unfriendly Takeovers (Feindliche Übernahmen) 1.88			4.	Kaufpreisfeststellungen oder -korrekturen nach Vertragsabschluss 1.179	
				5.	Negativer Kaufpreis 1.183	
B.	Projektmanagement beim Unternehmenskauf 1.93			IV.	Spezifische Käufer- und Verkäuferinteressen 1.184	
I.	Einleitung 1.93			V.	Unternehmenskauf vor den Gerichten 1.193	
II.	Organisation des Unternehmenskaufs 1.96					

Literatur: *Beinert/Burmeister/Tries*, Mergers & Acquisitions in Germany, 2009; *Beisel/Klump*, Der Unternehmenskauf, 6. Aufl. 2009; *Gran*, Abläufe bei Mergers & Acquisitions, NJW, 1409; *Hannappel/Fresl*, Private Equity in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 207; *Holzapfel/Pöllath*, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 14. Aufl. 2010; *Jansen*, Mergers & Acquisitions, 5. Aufl. 2008; *Knott/Mielke*, Unternehmenskauf, 4. Aufl. 2011; *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions, 2002; *Pataki*, Distressed M&A, in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 247; *Picot*, Handbuch Mergers & Acquisitions, 5. Aufl. 2012; *Picot*, Unterneh-

menskauf und Restrukturierung, 4. Aufl. 2013; Pöllath/Greitemann/Viskorf, Verkauf von Familienunternehmen, in Festschrift für Rödl, 2008, S. 301; TenBrink/Brodie (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Europe, 1990 ff., Loseblatt, Stand: November 2002; Triebel (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2004; Wollny, Unternehmens- und Praxisübertragungen, 7. Aufl. 2012. Spezielle Literatur zur Beteiligungspolitik vor Rz. 1.57.

A. Bedeutung und Grundfragen

I. Erwerbsobjekte und Erwerbsziele

1. Erwerbsobjekte

- 1.1 **Gegenstand** dieses Handbuchs sind Erwerb bzw. Veräußerung von Unternehmen und Beteiligungen an Unternehmen (Unternehmensakquisitionen). Untersuchungsobjekt sind also zum einen – bei gegenständlicher Betrachtung – Unternehmen und Beteiligungen an solchen, zum anderen – aus handlungsmäßiger Sicht – Vorgänge des Inhaberwechsels bei Unternehmen und Beteiligungen.
- 1.2 Eine einheitliche und anerkannte **Definition des Unternehmensbegriffs** besteht wegen der schillernden Vielfalt dieses wirtschaftlichen und sozialen Komplexes nicht. Nach vielfältigen Definitionsversuchen ist man vielmehr zu der Einsicht gelangt, dass eine Definition nur zielgerichtet für den Zweck der Untersuchung erfolgen kann.¹ Das führt für unterschiedliche Sachbereiche zu unterschiedlichen Unternehmensbegriffen. Für die Betrachtung des Unternehmenskaufs kann das Unternehmen als Gesamtheit von materiellen und immateriellen Rechtsgütern und Werten verstanden werden, die in einer Organisation zusammengefasst und einem einheitlichen wirtschaftlichen Zweck dienstbar gemacht sind (zu den in Nuancen unterschiedlichen Definitionen in den einzelnen Rechtsgebieten Rz. 7.1 und Rz. 6.40 ff.). Unternehmensträger ist der Inhaber sämtlicher positiver oder negativer Vermögenswerte. Es handelt sich dabei um eine natürliche Person, juristische Person oder im Falle von Personengesellschaften um quasirechtsfähige Personenvereinigungen.
- 1.3 Der Übergang eines Unternehmens kann sich durch Übertragung materieller oder immaterieller Vermögensbestandteile in Form der **Singularzession** vollziehen. Das kann die Gesamtheit aller Vermögensbestandteile sein, es können aber auch aus der Gesamtheit der Organisation einige Vermögensbestandteile herausgenommen und andere zurückgelassen werden. In letzterem Falle liegt ein Unternehmenserwerb nur vor, wenn die übernommenen Vermögensbestandteile den für das soziale und wirtschaftliche Gebilde prägenden Charakter haben (vgl. zu den steuerlichen Konsequenzen Rz. 4.12 ff., Rz. 4.103 ff., Rz. 4.245 ff.).
- 1.4 Ist **Unternehmensträger** eine natürliche Person, kann der Erwerb stets nur durch Übertragung von Vermögensbestandteilen stattfinden. Bei juristischen Personen und Personengesellschaften mit Quasirechtsfähigkeit kommt statt einer Übertragung einzelner Vermögensbestandteile in Form der Singularzession eine Übertragung von Beteiligungen in Betracht. Bei einem völligen Wechsel des Unternehmensträgers, d.h. bei Übertragung sämtlicher Anteile, ist dabei in jedem Fall von einem Unternehmenskauf zu sprechen. Dasselbe wird bei der Übertragung eines Prozentsatzes sämtlicher Anteile in einer Höhe gelten, die dem Übernehmer den absoluten unternehmerischen Einfluss gewährt, in der Regel je nach Gesellschaftsform und gesellschaftsrechtlicher Ausgestaltung also bei mehr als 50 %. Bei einer geringeren Beteiligungshöhe sollte man eher von der Veräußerung einer Beteiligung sprechen. Diese nicht nur theoretische Unterscheidung hat sowohl Bedeutung bei der rechtlichen Betrachtung als auch bei der Bewertung (vgl. dazu Teil 2 und Rz. 7.4 ff.).
- 1.5 Überleitungen der Unternehmensträgerschaft durch Erbfolge (**Universalsukzession**) oder staatliche Eingriffe sind keine Veräußerungsvorgänge.
- 1.6 In diesem Handbuch werden lediglich Erwerb und Veräußerung von inländischen Unternehmen und Beteiligungen, d.h. von solchen Unternehmen, die in der Bundesrepublik Deutschland ihren Sitz haben, behandelt. Unternehmensakquisitionen im **Ausland** sind aufgrund der Unterschiedlichkeit der tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse in den einzelnen Ländern einer einheitlichen Betrachtung nicht zugänglich. Die Problemerkörterung müsste also entweder für jeden ausländischen Staat gesondert erfolgen, was den umfangmäßigen Rahmen dieses Handbuchs sprengen würde, oder sich in nichts sagenden Allgemeinbegriffen erschöpfen. Fälle, in denen ein inländisches Unternehmen bzw. eine inländische Beteiligung von einer ausländischen Rechtspersönlichkeit aufgrund eines nicht der deutschen Rechtsordnung unterstellten Vertrages erworben werden, bleiben für die zivilrechtliche Betrachtung in Teil 7 ausgespart (vgl. aber die Vertragsmuster zu Kaufverträgen nach anglo-amerikanischem Muster im Formulareil, Anhang A IV). Eine Beschäftigung mit ausländischen Rechtssystemen würde zu der oben genannten Ausuferung führen.

¹ BGH v. 8.5.1979 – KVR 1/78, BGHZ 74, 359 (364); BGH v. 13.10.1977 – II ZR 123/76, BGHZ 69, 334 (335) – VEBA/Gelsenberg; Hölters/Hirschmann, § 15 AktG Rz. 4; Bayer in MünchKomm. AktG, § 15 AktG Rz. 10; K. Schmidt, ZGR 1980, 277 (280); stärker im Sinne einer einheitlichen Definition noch RG v. 16.1.1943 – VII (VIII) 139/42, RGZ 170, 292 (298); Koch in Hüffer, § 15 AktG Rz. 8f.

Infolge der Globalisierung der Wirtschaft gibt es kaum ein mittelständisches Unternehmen, das nicht mehrere Tochtergesellschaften oder Beteiligungen im Ausland hält. Für deutsche Großunternehmen ist dies erst recht eine Selbstverständlichkeit. Bei nahezu jedem Unternehmenskauf, bei dem das Objekt eine volkswirtschaftlich wahrnehmbare Größe aufweist, sind also unterschiedliche Rechts- und Wirtschaftsordnungen betroffen. Die mit einem solchen „grenzüberschreitenden“ Unternehmenskauf verbundenen Besonderheiten werden in Teil 15 erörtert. 1.7

2. Erwerbsziele

Wendet man sich von dem Veräußerungsobjekt dem **Erwerbsvorgang** und den an diesem beteiligten Personen zu, so können auf Erwerber- und Veräußererseite jeweils unterschiedliche Motive festgestellt werden. Für den Erwerber werden als klassische Ziele die unternehmerische Beteiligung (strategischer Investor) sowie die reine Finanzbeteiligung (Finanzinvestor) genannt. 1.8

Bei einer **Finanzanlage** schließt sich als Form der Durchführung des Erwerbs der Erwerb aller oder der Mehrzahl von einzelnen Vermögensgegenständen aus. Hier werden Beteiligungen regelmäßig unter 50 % oder sogar 25 % des Gesamtkapitals erworben. Finanzbeteiligungen sind häufig bei Versicherungen und Banken, seltener bei privaten Anlegern. Im privaten Anlegerbereich wird unter dem Schlagwort „Venture Capital“ versucht, durch Konstruktion verschiedenster Anlagemodelle einem breiteren Kreis privater Anleger den Gedanken einer unternehmerischen Beteiligung insbesondere in neuen Wirtschaftszweigen, die technologieintensiv sind, nahe zu bringen. Der exakte Prozentsatz der nach dem Erwerb bestehenden Beteiligung ist oft gleichgültig für den Erwerber. Entscheidend ist der Preis und die aus diesem zu erwartende Rendite. 1.9

Finanzanlagen in Unternehmensbeteiligungen wurden traditionell stets als langfristige Anlageformen angesehen. Dieser Grundsatz hat insbesondere durch die Entwicklung der Private Equity Branche (vgl. unten Rz. 1.55 ff. und Teil 12) Modifizierungen erfahren. Kapitalanlagegesellschaften, aber auch Investmentbanken, traditionelle Geschäftsbanken und andere institutionelle Anleger gehen Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen als **mittelfristiges Engagement** mit dem Ziel ein, sich nach einem Zeitraum von drei bis maximal zehn Jahren wieder von der Beteiligung zu trennen. Die Erwerbsziele der Private-Equity-Fondsgesellschaften gehen über die klassische Finanzanlage hinaus. Die Beteiligung beträgt zumeist mehr als 50 %, da der Private-Equity-Investor maßgeblichen unternehmerischen Einfluss haben will. Finanzanlage und unternehmerisches Engagement laufen also parallel, um ein möglichst günstiges „Desinvestment“ herbeizuführen. Bei dem „**Desinvestment**“ erhofft sich der Anleger neben den zwischenzeitlich angefallenen und ausgeschütteten laufenden Gewinnen, die aber oft bei der Investitionsentscheidung nur zweitrangig sind, die Realisation einer erheblichen Wertsteigerung. Die Festlegung des Zeitpunkts und der Art und Weise des Desinvestments ist typischerweise einer der zwischen Investor und verbleibenden Gesellschaftern – sei es den verbleibenden Familiengesellschaftern oder einer Managementgruppe – zu regelnden Interessenkonflikte. Das Desinvestment erfolgt zumeist durch 1.10

- Gang an die Börse (wenn es sich um eine Aktiengesellschaft handelt und zum Zeitpunkt des geplanten „exit“ ein entsprechendes Börsenumfeld gegeben ist);
- Veräußerung an industrielle Beteiligungspartner;
- Rückübertragung an Familiengesellschafter oder an die Managementgruppe.²

Beispiel:

Ein auf einem hochspezialisierten und technologieintensiven Maschinenbausektor tätiges Familienunternehmen hat eine Akquisition größeren Umfangs getätigt. Die Akquisition kann oder soll nicht durch Aufnahme von Fremdmitteln finanziert werden, um zum einen das Risiko in einem erträglichen Rahmen zu halten und zum anderen die Bilanzrelationen nicht zu verschlechtern. Ein Börsengang und die damit verbundene Umwandlung in eine Aktiengesellschaft kommen wegen einer augenblicklich schlechten Börsenverfassung und weil das Unternehmen noch nicht die optimale Größe für die Börseneinführung hat, zurzeit nicht in Betracht. Ein Private-Equity-Investor ist bereit, eine Minderheitsbeteiligung an dem Familienunternehmen zu übernehmen. Er erwirbt die Beteiligung zum Teil auf eigenes Risiko, zum Teil sammelt und bündelt er Kapital von institutionellen Anlegern. Es ist der Wunsch beider Seiten, dass die Beteiligung in vier bis acht Jahren wieder abgegeben werden soll („exit“). Geregelt werden müssen in dem Vertragswerk zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Familiengesellschaftern die Abgrenzung der gesellschaftsrechtlichen Einflussmöglichkeiten während des Investments und Art und Weise des Desinvestments. Das Thema „Private Equity“ wird in Teil 12 ausführlich behandelt.

Bei einem Erwerb, mit dem eine **unternehmerische Einflussnahme** bezweckt wird (strategisches Investment), ist die Größe der nach dem Erwerb bestehenden Beteiligung bedeutsam. Der Erwerber wird deshalb ausgehend von seiner unternehmerischen Zielsetzung seinen Verhandlungsansatzpunkt bestimmen. Wenn er das Erwerbsobjekt nicht seinem Ziel entsprechend 1.11

² Hannappel/Fresl in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 206 (215).

gegenüber dem Veräußerer festzuschreiben vermag, wird er an dem Erwerb kein Interesse mehr haben.

- 1.12 Absoluten unternehmerischen Einfluss sichert der Erwerb von **100 % der Anteile** oder sämtlicher oder nahezu sämtlicher Vermögensgegenstände (Aktiva und Passiva sowie sonstige nicht bilanzierbare Vermögensgegenstände). Es kommt also nicht auf die Form der Durchführung des Erwerbsvorganges an. Niedrigere unternehmerische Einflussstufen lassen sich lediglich beim Erwerb von Beteiligungen, nicht jedoch beim Erwerb einzelner Vermögensbestandteile aufzeigen. Hier gibt es nur das „alles oder nichts“, d.h. wenn nicht die wesentlichen Vermögensbestandteile eines Unternehmens erworben werden, z.B. nur eine Lagerhalle oder einzelne Maschinen, kann damit kein unternehmerischer Einfluss auf das bisher vorhandene wirtschaftliche und soziale Gebilde ausgeübt werden.
- 1.13 Beim Erwerb einer geringeren als einer hundertprozentigen Beteiligung (Alleinbesitz) werden gemeinhin als Daten für die **Einflussstufen** 75 % (qualifizierte Mehrheit), mehr als 50 % (einfache Mehrheit), mehr als 25 % (Sperrminorität) und weniger als 25 % (einfache Minderheit) genannt. Bei dieser pauschalen Klassifizierung ist jedoch Vorsicht geboten. Sie gilt ohne größere Einschränkungen nur für Aktiengesellschaften, bei denen nach dem gesetzlichen Bild die Einflussmöglichkeit zur Beteiligungshöhe proportional ist. Ausnahmen gibt es auch bei dieser Gesellschaftsform.

Beispiel 1:

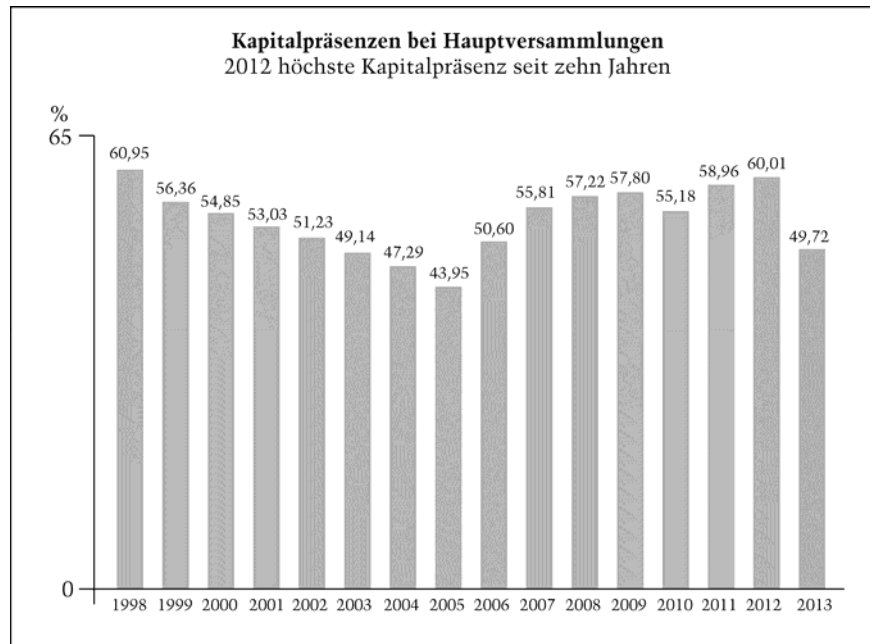
Einem Aktionär oder einer Aktionärsgruppe ist satzungsmäßig das Recht zugestanden, mehrere Aufsichtsratsmitglieder zu entsenden und damit über den Aufsichtsrat einen überproportionalen unternehmerischen oder zumindest Kontrolleinfluss auszuüben.

Beispiel 2:

In der Satzung ist ein Höchststimmrecht festgelegt, wonach Stimmrechte nur bis zu einer Beteiligung von 5 % ausgeübt werden dürfen. Zu beachten ist, dass nach § 134 Abs. 1 Satz 2 AktG die Einführung eines Höchststimmrechts nur bei nichtbörsennotierten Gesellschaften möglich ist.

Beispiel 3:

Erfahrungsgemäß beträgt die Präsenz der Aktionäre bei Hauptversammlungen börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften nicht mehr als 60 % – mit in 2013 deutlich abnehmender Tendenz. Die Kapitalpräsenz bei den Hauptversammlungen der 30 Dax-Unternehmen ist höchst unterschiedlich. Sie reichte in 2013 von 23,1 % (Deutsche Bank AG) bis 80,8 % (Continental AG) und lag im Schnitt bei 49,72 %.



Quelle: registrar services GmbH, © 2013

Wer bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft mehr als 30 % des Grundkapitals in Händen hat, repräsentiert aller Wahrscheinlichkeit nach die Mehrheit in den Hauptversammlungen. Bereits eine geringere nominelle Beteiligung am Grundkapital kann faktisch eine Mehrheitsherrschaft in der Hauptversammlung bedeuten, wenn ein grundsätzliches Einvernehmen zwischen dem unternehmerisch Beteiligten und den Banken, welche das Depotstimmrecht für einen Teil des Aktienbesitzes

ausüben, besteht. So gibt es einige Beispiele in der deutschen Konzernlandschaft, in denen faktisch Konzerne über mehrere Beteiligungsstufen hinweg jeweils mit einer ca. 35%igen Beteiligung am Grundkapital geführt werden.

Beim Erwerb einer Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft sind zudem die Regelungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)³ (vgl. dazu Teil 11) zu beachten. Hiernach folgt aus dem Erwerb einer direkten oder indirekten Beteiligung in Höhe von mindestens 30 % der Stimmrechtsanteile einer Gesellschaft die gesetzliche Verpflichtung, den übrigen Aktionären ein öffentliches Angebot zur Übernahme ihrer Aktien zu machen. Bei Überschreiten der 30 %-Grenze ist es daher nicht möglich, den Erwerb von vornherein auf eine bestimmte Beteiligungshöhe zu beschränken.

1.14

Bei allen anderen Gesellschaftsformen, insbesondere bei **Personengesellschaften**, ist der Grad des späteren unternehmerischen Einflusses des Erwerbers nur mit Vorbehalt an der Höhe der kapitalmäßigen Beteiligung zu messen. Die Vertragsfreiheit lässt bei diesen Gesellschaftsformen durch Mehrstimmrechte oder Sonderrechte zur Übernahme der Geschäftsführung mannigfaltige Differenzierungen zu.

1.15

Beispiel:

Eine Kommanditgesellschaft, die nicht kapitalistisch gestaltet ist, sondern dem gesetzlichen Leitbild entspricht, gewährt dem oder den persönlich haftenden Gesellschaftern den fast unbeschränkten Einfluss, den Kommanditisten nur Kontrollbefugnisse. Die Geschäftsführung und Vertretung wird von dem oder den persönlich haftenden Gesellschafter(n) ausgeübt. Die Kommanditisten haben ein Widerspruchsrecht nur bei außergewöhnlichen Geschäften. Auch dieses Widerspruchsrecht kann gesellschaftsvertraglich noch ausgeschlossen werden. Dabei mögen die persönlich haftenden Gesellschafter an Vermögen sowie Gewinn und Verlust der Gesellschaft nur sehr gering, die Kommanditisten weit überwiegend beteiligt sein.

Neben den klassischen Erwerbszielen der unternehmerischen und der Finanzbeteiligung steht als weitere, nicht so häufige Zielsetzung die **Marktbereinigung** durch Stilllegung des erworbenen Unternehmens.

1.16

Beispiel:

Ein mittelständisches Familienunternehmen ist durch Misswirtschaft (Management- und Nachfolgeprobleme, veraltete Maschinen, Fehlen eines straffen Vertriebskonzepts, überhöhte Entnahmen) Not leidend geworden. Das Unternehmen ist jedoch in einer Branche tätig, die grundsätzlich als zukunftsfruchtig angesehen wird. Der kapitalkräftige Mitbewerber, ein Konzernunternehmen, ist bei dieser Situation an einem Erwerb, für den nicht sehr große Summen aufgewandt werden müssen, interessiert. Die Wiederherstellung der Ertragskraft des Unternehmens nach Erwerb wäre aber mit höheren Aufwendungen verbunden als die Aufstockung der eigenen Kapazitäten. Der Erwerber wird das übernommene Unternehmen deshalb liquidieren.

Wenn in diesem Beispielsfall die Marktbereinigung der Zweck der **Stilllegung** und die Einzelveräußerungen der noch vorhandenen Vermögensgegenstände das notwendige Mittel zur Verfolgung dieses Ziels ist, so kann dieses notwendige Mittel in anderen Fällen der Hauptzweck des Unternehmenskaufs sein.

1.17

Wie auf Erwerberseite durch die **Zielvorstellung** das Objekt der Übertragung definiert wird, so hat auch der **Veräußerer** vor Eintritt in Vertragsverhandlungen ein Interesse, die abzugebende Beteiligung größenordnungsmäßig festzulegen. Bei Kapitalbedarf, aber Wunsch an der Beibehaltung unternehmerischen Einflusses wird er nur eine Minderheitsbeteiligung zulassen. Eine 50:50-Beteiligung wird bei bestehenden Unternehmen selten sein, da ein in diesem Falle notwendiger Pattauflosungsmechanismus der einen oder anderen Seite einen Vorteil geben wird. Paritätische Beteiligungen kommen häufiger bei Neugründungen vor, wenn sich zwei unternehmerische Partner zur Entwicklung und Vermarktung eines neuen technologischen Konzepts zusammenschließen. Daneben entstehen „joint ventures“ öfter durch Ausgliederung eines Teilbetriebes auf eine neugegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder Aktiengesellschaft, an der alsdann ein anderer unternehmerischer Partner oder Geldgeber beteiligt wird.

1.18

Selten sind weiter die Fälle, in denen ein Veräußerer eine **Minderheitsbeteiligung** behalten will. Sie gibt ihm keinen nennenswerten unternehmerischen Einfluss mehr. Ein Renditeinteresse kann er meist nur bei einer vertragsmäßig garantierten Rendite wahren, da er subjektiv Sorge vor konzernmäßigen Gewinnverschiebungen haben wird⁴ und er objektiv die Investitionspolitik und damit zumindest die kurz- und mittelfristig zu erwartende Rendite nicht mitsteuern kann.

1.19

³ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) v. 20.12.2001 (BGBl. I 2001, 3822), zuletzt geändert durch Art. 2 Abs. 64 und Art. 4 Abs. 53 G zur Strukturreform des Gebührenrechts des Bundes v. 7.8.2013 (BGBl. I 2013, 3154).

⁴ Klassisches Beispiel aus der Rechtsprechung ist das sog. ITT-Urteil des BGH v. 5.6.1975 – II ZR 23/74, BGHZ 65, 15.

- 1.20 Eine Minderheitsbeteiligung zu behalten sollte für Gesellschafter eines ehemaligen Familienunternehmens also nur bei sorgfältiger Festlegung der **Minderheitenrechte** und möglichst einer garantierten Dividende in Betracht kommen. Dabei wird sich allerdings der Erwerber fragen müssen, ob er das Unternehmen ohne „Störversuche“ noch so steuern kann, dass der Erwerb für ihn interessant ist.

II. Erwerbswege und Durchführungsformen

1. Unternehmenserwerb durch Kauf

- 1.21 Gegenstand der Untersuchungen und Beiträge in diesem Handbuch sind vorrangig Erwerbsvorgänge durch **Verhandlungen** und anschließende **vertragliche** Vereinbarung mit dem bisherigen Unternehmensträger. Dabei ist es gleichgültig, ob dabei die Gesamtheit oder nahezu die Gesamtheit aller Vermögenswerte oder Beteiligungen übertragen werden.
- 1.22 Der Abschluss eines **Kaufvertrages** mit der Verpflichtung zur Übertragung von Beteiligungen oder Vermögensgegenständen und der korrespondierenden Verpflichtung zur Zahlung eines Kaufpreises ist die einfachste Form der Übertragung von Unternehmen und Beteiligungen. Diese Grundkonstellation des Unternehmenskaufes wird daher auch Ausgangspunkt für die Untersuchungen in den übrigen Teilen dieses Handbuches sein. Wirtschaftliche, zivilrechtliche oder steuerrechtliche Überlegungen machen jedoch häufig andere Durchführungsformen erforderlich, die wirtschaftlich nichts anderes als die Übertragung eines Unternehmens oder eines Unternehmensteils darstellen. Die vertragliche Verpackung kann sehr unterschiedlich sein, die betriebswirtschaftlichen und rechtlichen Themen sind jedoch nahezu identisch mit dem Ausgangsfall des Unternehmenskaufvertrages.
- 1.23 Von außerordentlicher Komplexität ist die **Übernahme internationaler Unternehmensgruppen**, d.h. von Konzernen oder Teilen von Konzernen. In diesen Fällen müssen oft eine Vielzahl von Gesellschaften und Betriebsstätten in verschiedenen Ländern übertragen werden. Vor der Übertragung müssen häufig noch Aus- und Eingliederungen von Betriebsteilen erfolgen. Die mit diesen komplexen grenzüberschreitenden Transaktionen verbundenen Problemstellungen werden im Teil 15 „Besonderheiten beim grenzüberschreitenden Unternehmenskauf“ geschildert.
- 1.24 Ein Unternehmenskauf kann durch **Einbringung** eines Betriebes oder eines Teilbetriebes in eine bereits bestehende oder zu diesem Zweck neugegründete Gesellschaft erfolgen.

Beispiel 1:

Die A-AG ist mit 100 % aller Aktien alleinige Aktionärin der B-AG mit einem Grundkapital von 120 Mio. Euro. C-GmbH ist Inhaberin einer rechtlich unselbstständigen Produktionsstätte, in der Zubehöerteile für den Produktionsbetrieb der B-AG hergestellt werden. Die A-AG ist an dem Erwerb der Produktionsstätte interessiert. Man einigt sich: Das Grundkapital der B-AG wird um 60 Mio. Euro auf 180 Mio. Euro erhöht. Zur Übernahme der für die Kapitalerhöhung auszugebenden Aktien wird die C-GmbH zugelassen. Die Kapitalerhöhung erfolgt durch Sacheinlage, nämlich durch Einbringung der rechtlich unselbstständigen Produktionsstätte, genauer gesagt durch alle Vermögensgegenstände, die dieser Produktionsstätte zugeordnet werden. Bei rechtlicher Betrachtung handelt es sich um eine Kapitalerhöhung, wirtschaftlich ist hier ein Unternehmen veräußert worden.

Beispiel 2:

Die A-AG, ein Stahlunternehmen, hat eine große moderne Verzinkungsanlage errichtet, die unmittelbar an das bisherige Werksgelände angrenzt. Von der Verzinkungsanlage wird künftig eine positive Entwicklung erwartet. Die A-AG macht, da zur Zeit des Baus der Anlage die Stahlkrise einsetzte, existenzbedrohende Verluste. Sie muss sich deshalb entschließen, sich von der Verzinkungsanlage teilweise zu trennen. Das Maschinenbauunternehmen B-AG interessiert sich für die Verzinkungsanlage. Die Anlage wird deshalb als Teilbetrieb auf eine neugegründete C-GmbH ausgegliedert. Die B-AG erwirbt 50 % der Anteile an der C-GmbH. Zur Durchführung dieses klassischen Gemeinschaftsunternehmens (joint venture) werden ein Rahmenvertrag, der sämtliche zu treffenden Regelungen zusammenfasst, sowie als ausfüllende Einzelverträge der Gesellschaftsvertrag, Kauf- und Übertragungsvertrag für die GmbH-Geschäftsanteile, Pachtvertrag über das im Eigentum der A-AG verbleibende Betriebsgrundstück, Anstellungsverträge für die Geschäftsführer sowie Lieferungs- und Leistungsverträge mit beiden Muttergesellschaften abgeschlossen. Der Kauf- und Übertragungsvertrag für die Geschäftsanteile ist bei dieser wirtschaftlichen Situation nur Teil eines Gesamtvertragspaketes. Die wichtigsten Regelungen sind sämtlich im Rahmenvertrag enthalten, der eine Klausel enthält, wonach Rahmenvertragsbestimmungen etwa widersprechenden Bestimmungen der Einzelverträge vorgehen.

2. Übernahme über die Börse

Übernahmen von Beteiligungen über die **Börse** kommen nur bei Aktiengesellschaften in Betracht.⁵ Bei börsennotierten Aktiengesellschaften können Beteiligungen in verschiedenen Formen erworben werden: 1.25

- im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebotes über die Börse;
- durch Paketkauf vom bisherigen Paketinhaber;
- durch gezielte Zukäufe über die Börse.

In der Mehrzahl aller Fälle werden unternehmerische Beteiligungen auch bei börsennotierten Aktiengesellschaften nicht über die Börse, sondern in Form von Paketkäufen durch Verhandlungen und abschließende Kaufverträge mit dem bisherigen Paketinhaber erworben. Der Übernahmeinteressent kann den verbleibenden Aktionären nach einem Paketkauf ein öffentliches Übernahmeangebot nach Maßgabe der Regelungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) unterbreiten (vgl. dazu im Einzelnen Teil XI). Nach den Regelungen des WpÜG ist ein Bieter, der auf der Grundlage eines öffentlichen Übernahmeangebots die Kontrolle, d.h. mindestens 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft erwerben will, zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes verpflichtet, das auf den Erwerb sämtlicher Aktien der Zielgesellschaft gerichtet ist. 1.26

Für größere Aufmerksamkeit haben Übernahmeversuche durch **öffentliche Übernahmeangebote** gesorgt. Die lebhafte Übernahmeschlacht Mannesmann AG/Vodafone AirTouch ist auch nach einigen Jahren noch im öffentlichen Bewusstsein verankert. In den Folgejahren standen spektakuläre öffentliche Übernahmen stets auf den ersten Seiten der Wirtschaftspresse. 2013 zogen als große Transaktionen die Übernahmen von Kabel Deutschland, GSW Immobilien und Celesio die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit auf sich. Dabei gab es bei Kabel Deutschland/Vodafone und Celesio/McKesson die Besonderheit, dass strategische Bieter von Hedgefonds herausgefordert und letztlich zu einer Erhöhung ihrer Angebote gezwungen wurden. Aus dem angloamerikanischen Rechtssystem haben sich bei Übernahmen – insbesondere bei Übernahmen aufgrund öffentlicher Übernahmeangebote – die Begriffe des „Friendly Takeover“ oder „Unfriendly Takeover“ eingebürgert. Die Begriffsunterscheidung knüpft daran an, in welcher Haltung das Management des Zielunternehmens dem Übernahmeangebot des Erwerbsinteressenten gegenübersteht (vgl. dazu im Einzelnen unten Rz. 1.88 ff. sowie Rz. 11.24 ff.). 1.27

Es ist schwierig, mit unternehmerischem Einfluss verbundene Beteiligungen, die eine bestimmte Höhe voraussetzen, durch sukzessive Käufe über die Börse (Creeping Takeover) zu erwerben. Vermehrte Aufkäufe bei einer Publikumsaktiengesellschaft innerhalb eines kurzen Zeitraumes werden gemeinhin die Kurse derart nach oben schnellen lassen, dass der Erwerber seine Preisvorstellung für die von ihm gewünschte Beteiligungshöhe nicht verwirklichen kann. Fälle dieser Art hat es dennoch gegeben. So hat das Scheichtum Kuweit seine Schachtelbeteiligung an der ehemaligen Hoechst AG über die Börse erworben, ohne dass es zu nennenswerten Kursschwankungen gekommen ist. Gerade wegen der Unüberschaubarkeit und fehlenden Kontrolle bei Erwerbsvorgängen über die Börse wurde in der Zeit des Einstiegs der neuen Ölmächte in die Aktienmärkte von Unternehmen der westlichen Industrienationen in Deutschland das Problem des Schutzes vor Überfremdung diskutiert. 1.28

Seit In-Kraft-Treten des WpÜG ist zu beachten, dass beim Überschreiten einer Erwerbsschwelle von 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft ein auf den Erwerb aller Aktien gerichtetes öffentliches Pflichtangebot (vgl. dazu im Einzelnen Rz. 11.108 ff.) gegenüber den restlichen Aktionären der Zielgesellschaft abzugeben ist. Ein Creeping Takeover ist daher nur noch bis zum Erreichen einer Beteiligungsschwelle von 30 % der Stimmrechte möglich. 1.29

3. Gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung

Ein weiterer Weg des Erwerbs eines Unternehmens oder einer Beteiligung ist der über eine gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung oder durch Erbgang. Insbesondere bei Familiengesellschaften wird auf diese Weise häufig im Interesse des Fortbestandes von Unternehmen die Gesellschafterstruktur bereinigt. Leider werden die Probleme des Generationenwechsels in vielen Familienunternehmen von der Seniorengeneration nicht rechtzeitig bedacht. Aus der Vielzahl der auftretenden Probleme ist insbesondere ein Problempaar herauszugreifen: Treten sämtliche erbrechtlichen Nachfolger als Gesellschafter in das Unternehmen ein, tauchen infolge sachlicher Inkompetenz oder Meinungsvielfalt oft Führungsprobleme auf. Kommen aufgrund gesellschaftsrechtlicher oder erbrechtlicher Gestaltung verschiedene Erben als Gesellschafter nicht in Betracht, gibt es Abfindungsprobleme, die das Unternehmen in Liquiditätsschwierigkeiten bringen können. Kennzeichnend für den Erwerb einer Beteiligung über eine gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzung ist die Tatsache, dass die Beteiligung nicht auf einen völlig neuen Gesellschafter, sondern auf einen oder mehrere der bereits beteiligten Altgesellschafter übergeht. Ein Ausscheiden im Wege einer gesellschaftsrechtlichen Auseinandersetzung ist meist ein zwangsweises Ausscheiden. Das kann bei einer Personenhandelsgesellschaft durch Ausschließung eines Gesellschafters aus wichtigem Grund geschehen, bei einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung z.B. durch Einziehung des Geschäftsanteils. Bei einer Personengesellschaft kann man sich 1.30

⁵ Zur aktuellen Literatur nach In-Kraft-Treten des WpÜG vgl. Teil 11.

auch einvernehmlich auf das Ausscheiden eines Gesellschafters zu einem bestimmten Stichtag einigen. In sämtlichen Fällen erfolgt das Ausscheiden nicht auf der Basis eines Unternehmenskaufvertrages. Gesellschafterwechsel aufgrund von gesellschaftsrechtlichen Vorgängen sind deshalb grundsätzlich nicht Gegenstand dieses Handbuchs. Allerdings können auch zu diesen Vorgängen steuerrechtliche Überlegungen (Teil 4) und Bewertungsgrundsätze (Teile 2 und 8) herangezogen werden.

4. Umwandlung

- 1.31 Elemente eines Unternehmenskaufs kann auch die Umwandlung haben. Nach dem Umwandlungsgesetz sind Arten der Umwandlung die Verschmelzung, die Spaltung – Aufspaltung, Abspaltung, Ausgliederung –, die Vermögensübertragung und der Formwechsel.

III. Der Markt für Unternehmen und Beteiligungen

1. Informationsquellen

- 1.32 **Amtliche statistische Aufzeichnungen** über Unternehmens- und Beteiligungstransaktionen in der Bundesrepublik Deutschland gibt es nicht. Offizielle Informationen⁶ über Erwerbsvorgänge gibt es lediglich bei Aktiengesellschaften aufgrund der Mitteilungen über Beteiligungen nach §§ 20, 21 AktG⁷ und nach §§ 21 ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)⁸ sowie nach §§ 10 ff. WpÜG. Bei Personengesellschaften ergeben sich Wechsel im Gesellschafterkreis aus dem Handelsregister, Gleiches gilt für Gesellschaften mit beschränkter Haftung aufgrund der zum Handelsregister einzureichenden Gesellschafterliste. Keinerlei offizielle Informationen gibt es über Erwerbsvorgänge, die sich über die Übertragung sämtlicher oder nahezu aller Vermögensgegenstände vollziehen. Auch die Angaben des Bundeskartellamtes⁹ (dazu Rz. 6.3 ff.) sowie die Verlautbarungen der EU-Kommission¹⁰ sind nur begrenzt aussagekräftig, da sie nur die kartellrechtlich relevanten Vorgänge enthalten. Allerdings kann man sich bei systematischem Verfolgen der Verlautbarungen zumindest einen Überblick über die bedeutenderen Transaktionen verschaffen. Ein Überblick über die gesamten Unternehmenstransaktionen lässt sich nur durch Online-Datenbanken gewinnen.¹¹

2. Die Akteure im M&A-Markt

- 1.33 Der bei Unternehmenskäufen angewendete **Kontaktmechanismus** hat sich im Laufe der Jahre geändert. Die historischen Anbahnungsformen bestehen immer noch, sind aber durch neue Kontaktwege unter Einschaltung professioneller Berater ergänzt worden.
- 1.34 Die Kontakte bei deutschen Unternehmens- und Beteiligungserwerben werden immer noch häufig unmittelbar durch Absprachen auf der höchsten Geschäftsführungs- und Vorstandsebene geknüpft. Die wirtschaftliche Führungsschicht ist relativ klein. Man kennt sich und nimmt direkten Kontakt auf. Dies dürfte bei Großunternehmen immer noch der häufigste Fall der ersten Initialzündung einer Unternehmensakquisition sein.
- 1.35 Der Beruf des Unternehmensmaklers, der für beide Seiten tätig wird, ist nahezu bedeutungslos geworden. Die Tätigkeit von Unternehmensmaklern ist nur noch im Bereich der kleineren und mittelständischen Unternehmen zu finden. Neben der Kontaktfindung zwischen den potentiellen Partnern werden sie oft zur Diskretionswahrung eingesetzt. Die Frage der Geheimhaltung wesentlicher Daten des Veräußerungsobjektes sowie der Veräußerungsabsicht als solcher ist nämlich im ersten Stadium des Gespräches eines der wesentlichen Anliegen des Veräußerers. Bei Bekanntwerden der Veräußerungsabsicht und späterer

⁶ Vgl. hierzu die elektronische Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unter www.bafin.de.

⁷ Eine weiter gehende Information lässt sich über die Ausübung des Fragerechts in der Hauptversammlung nach § 131 AktG gewinnen; s. KG Berlin v. 26.8.1993 – 2 W 6111/92, ZIP 1993, 1618 m. Anm. *Wenger*.

⁸ Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) in der Fassung der Bekanntmachung v. 9.9.1998 (BGBl. I 1998, 2708), zuletzt geändert durch Art. 5 G des Gesetzes v. 15.7.2014 (BGBl. I 2014, 934).

⁹ Die Tätigkeitsberichte des Bundeskartellamtes, die alle zwei Jahre erscheinen, enthalten einen umfangreichen Statistikteil; vgl. auch die Entscheidungsübersicht unter www.bundeskartellamt.de.

¹⁰ Die jährlich erscheinenden Berichte der EU-Kommission über die Wettbewerbspolitik enthalten Übersichten und Statistiken über die getroffenen Entscheidungen; vgl. auch die Übersichten unter http://ec.europa.eu/competition/index_de.html.

¹¹ www.ma-online.de; www.mergermarket.com; <http://www.bvmarketdata.com/>; <http://www.bvdinfo.com/Products/Economic-and-M-A/M-A/Zephyr.aspx>.

Nichtverwirklichung kann das Unternehmen bei Lieferanten und Kunden in Misskredit geraten. Zu früh preisgegebene Daten können etwa dem Mitkonkurrenten als Kaufinteressent, der ohne ernsthafte Absicht mit dem Gespräch begann, gefährliche Einblicke in das Unternehmen geben. Vor diesen Gefahren kann der seriöse Unternehmensmakler schützen. Der Unerfahrene verdirbt mehr, als er nützt.

Beispiel:

Der verkaufswillige unvorsichtige Unternehmer, der sich nicht erkundigt hatte, welche die wenigen erfahrenen Maklerfirmen in Deutschland sind, gibt ein Informationspaket an einen Unternehmensmakler. Selbstverständlich geschieht dies mit der Bitte, nur gezielt und nur nach vorheriger Rücksprache Beteiligungsinteressenten anzusprechen. Der Makler sendet Kopien des Informationspakets wiederum an drei andere Makler; ob unter dem Gebot der Verschwiegenheit, ist später nicht mehr feststellbar. Einer dieser weiteren Makler sendet Kopien der Informationen an mehr als 30 verschiedene Personen, darunter an Lieferanten und Kunden des Unternehmens. Der Schaden ist unvorstellbar groß, jedoch kaum mess- und damit auch nicht realisierbar. 1.36

Der Unternehmensmakler wurde weitestgehend verdrängt durch M&A-Berater, die lediglich für eine Seite tätig sind. Das Entstehen eines M&A-Marktes wurde maßgeblich mitgeprägt und sogar mitverursacht durch eine breite Palette von Mittlern und Beratern. Die klassischen **internationalen** (vorwiegend amerikanischen) **Investmentbanken** haben in den 1980er Jahren ihre Tätigkeit auf den deutschen Markt ausgedehnt, indem sie eigene Niederlassungen gegründet oder Tochtergesellschaften errichtet haben. Fast sämtliche **deutsche Banken** haben bei ihrer Suche nach neuen Betätigungsfeldern außerhalb des klassischen Kreditgeschäftes eigene Abteilungen für das Corporate-Finance-Geschäft gebildet. Daneben sind unabhängige **M&A-Beratungsfirmen** von Unternehmensberatern gegründet worden. M&A-Beratungsabteilungen hat mittlerweile auch jede größere **Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**. Teilweise sind auch eigene Tochtergesellschaften gegründet worden. 1.37

Die Investmentbanken haben den bei weitem größten Anteil an der Revolutionierung des deutschen Unternehmenskaufmarktes. Sie haben zum Teil neue Veräußerungstechniken und Abwicklungsmethoden eingeführt, z.B. das Verfahren einer „Controlled Auction“. Dieses wird unten unter Rz. 1.149 ff. im Einzelnen geschildert. Das hat zu einer Angloamerikanisierung der gesamten Rechts- und Wirtschaftssprache im M&A-Markt geführt. Dahingestellt, ob man dies gutheißt oder nicht, verwenden die im Unternehmenskaufsektor schwerpunktmäßig tätigen Akteure größtenteils englische Fachausdrücke. Infolge der Globalisierung der Wirtschaft wird häufig auch in Englisch verhandelt und es werden Verträge in Englisch fixiert. Darauf wird sogleich noch zurückzukommen sein (vgl. unten Rz. 1.149 ff. und Teil 16). 1.38

Neben den Investmentbanken ist nach wie vor die Rolle der Geschäftsbanken auf der Kreditseite bei Veräußerungsvorgängen nicht zu unterschätzen. Sie haben oft, insbesondere bei Not leidenden Familienunternehmen, den Anstoß zu Veräußerungen gegeben. Insbesondere bei Familienunternehmen ergibt sich diese Tätigkeit bei den deutschen Banken quasi als Nebenprodukt aus ihrer Rolle als finanzwirtschaftlicher Berater von Unternehmenskunden. 1.39

Vermittler und Berater bei Unternehmenskäufen sind seit jeher auch **Wirtschaftsanwälte**. Dabei handelt es sich um den kleinen Kreis von Angehörigen dieses Berufsstandes, die aufgrund ihrer Persönlichkeit und ihrer allgemeinen wirtschaftlichen Erfahrung in ihrer Bedeutung weit über die des Fachberaters hinausgewachsen sind. Dieser kleine Kreis von Wirtschaftsanwälten, die sich schwerpunktmäßig mit Unternehmenskäufen beschäftigen, hat mit dem Entstehen eines M&A-Marktes eine über die herkömmliche Anwaltstätigkeit hinausgehende Akquisitionsberatung in seine Dienstleistungspalette aufgenommen. 1.40

Sämtliche Beratergruppen haben ihre eigenen Tätigkeitsschwerpunkte. Einige sind besonders stark in der **Käufersuche**, da sie über ein weltweites, ständig gepflegtes Netz von Kontaktadressen verfügen. Andere wiederum haben sich auf die Erstellung von **Diversifikationskonzepten** und **Integrationsstrategien** spezialisiert. Wiederum andere haben Vorteile in der **Finanzplanung** oder in der steuerrechtlichen oder organisationsrechtlichen Gestaltung. Die einzelnen Beratergruppen werden teils bereits im Vorfeld tätig, zum Teil erst herangezogen, wenn Verkäufer und Käufer bereits feststehen und es in die Gestaltungs- und Verhandlungsphase geht. Oft werden verschiedene der oben genannten Beratergruppen, die unterschiedliche Schwerpunkte haben, nebeneinander tätig. Die Zusammenarbeit der einzelnen Beratergruppen untereinander und mit den im Unternehmen Verantwortlichen wird unten unter Rz. 1.102 ff. dargestellt. 1.41

3. Weltweite Entwicklung und Besonderheiten des deutschen Marktes

Weltweit lassen sich, was Zahl und Umfang von Transaktionen anbetrifft, seit Beginn der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts Wellenbewegungen beobachten.¹² Die im Folgenden angegebenen Zahlen entstammen nichtamtlichen Statistiken. Hier gibt es abhängig von der erhebenden Institution Unterschiede im Einzelnen, nicht jedoch im Hinblick auf Trends und Entwicklungen. 1.42

¹²

Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 15 ff.

- 1.43 Der weltweite Markt für Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen ist zunächst seit Mitte der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts stetig gewachsen und erzielte 2000 mit einem Transaktionsvolumen in Höhe von 3,167 Billionen US-Dollar bei 37 000 Transaktionen einen vorläufigen Höchststand.¹³ Seit dem zweiten Quartal 2000 trat jedoch eine weltweite Abschwächung der Marktaktivitäten ein. 2002 betrug das Transaktionsvolumen nur noch 1,058 Billionen US-Dollar und erreichte damit den niedrigsten Stand seit 1997. Auch 2003 bewegte sich das weltweite M&A-Volumen bei einem Transaktionsvolumen von knapp 1,210 Billionen US-Dollar weiterhin auf niedrigem Niveau. Die wesentlichen Ursachen für den massiven Rückgang der Unternehmensveräußerungen seit 2000 waren die bereits seit dem Frühjahr 2000 andauernde Schwäche der Aktienbörsen, insbesondere im Bereich der **New Economy**, die zwischenzeitliche deutliche Abkühlung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten seit Ende des Jahres 2000 sowie insbesondere auch die weltpolitische Situation nach den Terroranschlägen vom 11.9.2001 und dem Irak-Krieg 2003 und die damit verbundene generelle Unsicherheit. Darüber hinaus haben auch eine Reihe von Rechnungslegungsskandalen bei großen Unternehmen wie Enron, Arthur Andersen und WorldCom das allgemeine Anlegervertrauen beeinträchtigt.¹⁴
- 1.44 Seit dem zweiten Halbjahr 2003 waren zwar ein deutliches Anziehen der Konjunktur in den USA sowie ein weltweiter Aufwärtstrend an den Aktienbörsen zu verzeichnen. Auch auf dem M&A-Markt zeichnete sich 2004 ein Aufwärtstrend ab. Das Transaktionsvolumen stieg auf insgesamt 1,721 Billionen US-Dollar. Den größten Anteil hatte hierbei der Sektor Finanzdienstleistungen.¹⁵ Bemerkenswert war die zunehmende Bedeutung von Private Equity-Transaktionen. Ihr wertmäßiger Anteil an den weltweiten Transaktionen stieg 2003 gegenüber 2002 von knapp 7 % auf 10 %. Damit investierten Private Equity-Gesellschaften weltweit mehr als 100 Milliarden US Dollar, was einen Anstieg von fast 23 % gegenüber dem Jahr 2002 (von 82 Milliarden US Dollar auf 101 Milliarden US Dollar) bedeutete.¹⁶ In den ersten elf Monaten 2004 wurden weltweit 7 % aller M&A-Transaktionen von Private Equity-Häusern durchgeführt, die dabei rund 11 % des globalen Transaktionsvolumens generierten.¹⁷
- 1.45 Dieser im Jahre 2004 beginnende Aufwärtstrend setzte sich fort. 2006 wurden mehr als 3257 M&A-Transaktionen mit einem Gesamtwert von etwa 3,37 Billionen US-Dollar getätigt. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich das Transaktionsvolumen um 17 %, die Anzahl der Transaktionen stieg um ca. 35 %. Nach einer Studie der Thomson Financial¹⁸ stellt das Jahr 2007 hinsichtlich des Volumens das M&A-Rekordjahr dar. Das Transaktionsvolumen betrug 4,19 Billionen US-Dollar, was gegenüber 2006 eine Steigerung von 22 % ausmacht. Die Anzahl der Transaktionen war allerdings leicht rückläufig.
- 1.46 Die Finanz- und Wirtschaftskrise hinterließ deutliche Spuren auf dem M&A-Markt. 2009 verzeichnete der weltweite M&A-Markt das schwächste Ergebnis seit 2004. Das Gesamtvolumen der angekündigten Transaktionen des Jahres 2009 lag mit 1,757 Billionen US-Dollar um 31 % unter dem Gesamtergebnis des Jahres 2008 (2,531 Billionen US-Dollar). Auch die Anzahl der Transaktionen ging deutlich, und zwar um 13,7 %, gegenüber dem Jahr 2008 zurück. Im Jahr 2009 waren nur noch 35 998 Transaktionen zu verzeichnen.¹⁹
- 1.47 Die USA verzeichneten zwar ihr schlechtestes Ergebnis seit 2003, sie blieben jedoch auch im Jahr 2009 die stärkste M&A-Region weltweit. Deren Gesamtvolumen von 783,4 Milliarden US-Dollar machte einen Anteil von 32,7 % am globalen M&A-Volumen aus.²⁰ Europa hingegen verzeichnete mit einem Gesamtvolumen von 718,5 Milliarden US-Dollar lediglich einen globalen Anteil von 30 %.²¹ Einen Anstieg der M&A-Aktivitäten konnte hingegen die Region Asien/Pazifik aufweisen. Dort stiegen im Jahr 2009 die M&A-Aktivitäten um 9 % auf 493,1 Milliarden US-Dollar gegenüber dem Vorjahr.²²

Ab 2010 erholte sich der globale M&A Markt langsam aber stetig. 2011 belief sich das Transaktionsvolumen auf 2,150 Billionen US-Dollar – allerdings nicht mehr als gerade die Hälfte des Volumens von 2007. Wegen der Euro-Schuldenkrise und unsicherer gesamtwirtschaftlicher Aussichten stagnierte das Volumen 2012 und 2013.

¹³ Mezger, MAR 2001, 1.

¹⁴ Herden/Kind, MAR 2003, 72.

¹⁵ Herden/Schillo, MAR 2004, 531.

¹⁶ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 15.12.2003.

¹⁷ Pressemitteilung KPMG v. 12.12.2004.

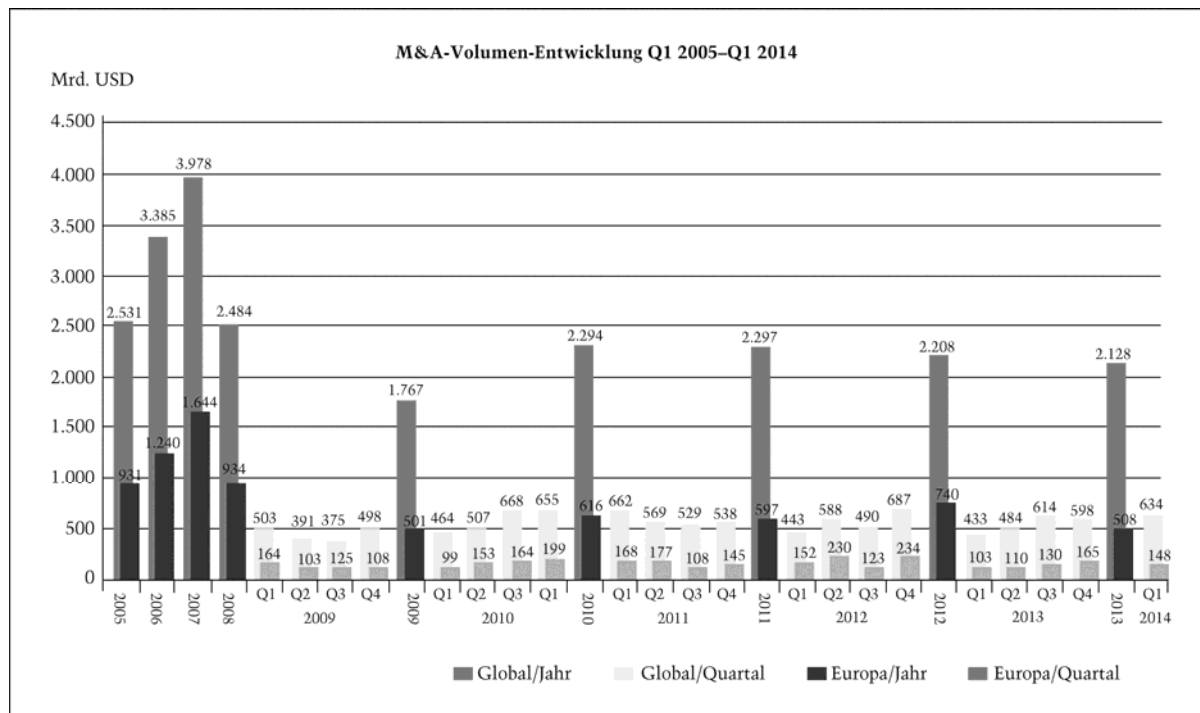
¹⁸ Handelsblatt v. 21.11.2007, S. 25.

¹⁹ Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53.

²⁰ Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (54).

²¹ Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (54).

²² Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (54).



1.48

Quelle: Thomson Financial

Für Deutschland lässt sich bei generalisierender Betrachtung mit einer hohen Wahrscheinlichkeit vermuten, dass der Schwerpunkt der Erwerbsvorgänge gemessen an ihrer Anzahl bei den **Familienunternehmen** mit Jahresumsätzen von 10 bis 250 Mio. Euro liegt.²³

1.49

Unternehmen dieser Größenordnung werden häufig durch Nachfolge- und Managementprobleme zur Veräußerung gezwungen.²⁴ Nach Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn²⁵ wurde die Nachfolgefrage im Zeitraum von 2010 bis 2014 für knapp 110 000 Familienunternehmen (ca. 3 % aller Familienunternehmen) vermutet.²⁶ Die Nachfolgefrage stellt sich in Familienunternehmen, wenn der Eigentümer aus der Führung seines Unternehmens aus alters- oder krankheitsbedingten Gründen ausscheidet oder verstirbt und das Unternehmen ausreichend Potenzial für eine Übernahme aufweist. 110 000 Übergaben im Zeitraum von 2010 bis 2014 entsprechen 22 000 Übergaben pro Jahr. Von den Übergaben werden nach Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn im Fünf-Jahres-Zeitraum 1,4 Mio. Beschäftigte oder 287 000 Beschäftigte pro Jahr betroffen sein. Den häufigsten Grund für eine Übergabe stellt dabei nach den Schätzungen des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn mit einem Anteil von 86 % das Erreichen des Ruhestandsalters dar, gefolgt von Übergaben aufgrund von Tod (10 %) und Krankheit des Eigentümers (4 %).²⁷ Inwieweit sich diese Schätzungen realisiert haben, kann mit Sicherheit noch nicht festgestellt werden.

1.50

Gerade im mittelständischen Bereich gibt es zudem noch eine Reihe von Marktnischen, in denen Unternehmen mit monopolartigem Charakter außerordentlich gute Erträge erzielen und damit die Begehrlichkeit Größerer wecken.²⁸

1.51

Unternehmens- und Beteiligungsveräußerungen bei größeren Unternehmen sind zwar spektakulärer.²⁹ Bei einer globalen volkswirtschaftlichen Betrachtung erreichen jedoch die Fluktuationen von Unternehmenseinheiten im mittelständischen Bereich die gleiche Bedeutung, insbesondere wenn man ihre Auswirkungen auf die deutsche Unternehmensstruktur betrach-

1.52

²³ Picot in Picot, Hdb. Mergers & Acquisitions, S. 2 (7 f.).

²⁴ S. hierzu Picot/Classen, MAR 2008, 173 ff.

²⁵ S. www.ifm-bonn.org (Stand 11.9.2014).

²⁶ S. www.ifm-bonn.org/studien/unternehmenslebenszyklus/unternehmensnachfolge/studie-detail/?tx_ifmstudies_detail%5Bstudy%5D=42&cHash=b7ea15505c5ba4ffc0c6ab534e82992c (Stand 11.9.2014).

²⁷ S. www.ifm-bonn.org/studien/unternehmenslebenszyklus/unternehmensnachfolge/studie-detail/?tx_ifmstudies_detail%5Bstudy%5D=42&cHash=b7ea15505c5ba4ffc0c6ab534e82992c (Stand 11.9.2014).

²⁸ Timmreck/Bäzner in Picot, Hdb. Mergers & Acquisition, S. 83 (87).

²⁹ Vgl. die Angaben oben Rz. 1.27 und unten Rz. 1.88 ff.

tet. Ein Veräußerungsdruck auf die mittelständischen Unternehmer war z.B. Ende der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts entstanden, nachdem der ursprüngliche Entwurf für das Steuerreformgesetz 1990 vorsah, dass die Privilegierung der Veräußerungsgewinne (halber) Steuersatz oberhalb eines Veräußerungsgewinns von zwei Mio. DM entfallen sollte. Unabhängig von steuerlichen Veräußerungssignalen wird bereits seit Jahrzehnten in steter Regelmäßigkeit von der professionellen im Mittelstand aktiven M&A-Branche angekündigt, dass in den nächsten drei bis fünf Jahren der Zeitpunkt gekommen sei, zu dem die Aufbaugeneration der Nachkriegsjahre an die Perpetuierung ihres Lebenswerks oder möglicherweise auch an einen Verkauf des Unternehmens denken müsse. Nennenswerte Verkaufswellen wurden dadurch nicht verursacht und tatsächlich dürften von den Unternehmensgründern der Nachkriegsjahre nur noch wenige unter den Lebenden weilen. Tatsächlich wird es stets wieder einen relativ gleichmäßigen Fluss mittelständischer Unternehmen geben, die gegründet und wieder veräußert werden.

- 1.53 Die Entwicklung des deutschen Marktes für Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen ist aufgrund einiger Sonderfaktoren nicht parallel zur weltweiten Entwicklung verlaufen. Zu Beginn der 1990er Jahre erfolgten zahlreiche Unternehmensübernahmen im Hinblick auf das Entstehen eines freien EG-Binnenmarktes und in Folge der Verwirklichung der deutschen Einheit. Die historische und immer noch gültige Höchstzahl wurde 1990 mit mehr als 4000 Transaktionen erreicht. Nach einer zwischenzeitlichen Abschwächung des Marktes erreichten die vorgenommenen Transaktionen im Jahr 1997 mit einer Zahl von mehr als 3000 einen neuen Höchststand. Diese Zahl fiel dann auf etwa 1700 Transaktionen im Jahr 2003. Während in den ersten elf Monaten 2003 in Deutschland 1115 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von rund 85 Mrd. US-Dollar durchgeführt wurden, sank das Transaktionsvolumen im Vergleichszeitraum 2004 auf 77 Mrd. US-Dollar bei 1117 Transaktionen (minus 9 %).³⁰ Neben den Ursachen, die auch auf dem weltweiten M&A-Markt zu einem Rückgang der Unternehmensveräußerungen geführt haben, beruhte diese Entwicklung auf dem deutschen Markt noch auf zusätzlichen Faktoren. Die Konjunktorentwicklung in Deutschland war hinter der weltweiten Entwicklung zurückgeblieben. Darüber hinaus wirken sich auch die derzeit fehlende unternehmerische Planungssicherheit vor dem Hintergrund stockender Reformbemühungen, insbesondere aufgrund ständig wechselnder steuerlicher Rahmenbedingungen, sowie angesichts anstehender tief greifender Reformen der sozialen Sicherungssysteme sowie der anhaltend schwache Dollarkurs negativ auf die Kaufbereitschaft vor allem ausländischer Investoren aus. Die positiven Auswirkungen auf die Transaktionsentwicklung, die man sich von der Unternehmenssteuerreform 2000, insbesondere im Hinblick auf die Steuerbefreiung von Gewinnen einer Körperschaft aus der Veräußerung von in- und ausländischen Kapitalbeteiligungen, versprochen hatte, waren zumindest nicht im erwarteten Umfang eingetreten.³¹ Schließlich führte der damalige hohe Dollarkurs zu zusätzlichen Belastungen für die stark exportabhängigen deutschen Unternehmen. Der 2002 beginnende Abwärtstrend auf dem deutschen M&A-Markt hatte, insbesondere in Folge der 2008 auftretenden Finanz- und Wirtschaftskrise, seinen absoluten Tiefstand im zweiten Quartal 2009 mit 204 Transaktionen und einem Gesamtvolumen von unter 30 Mrd. Euro. Insgesamt waren im Jahr 2009 972 abgeschlossene Transaktionen zu verzeichnen.³² Sogenannte „Distressed M&A“-Transaktionen dominierten den Markt, also Transaktionen aufgrund Liquiditätsschwächen, Sanierungsbedürftigkeit oder sogar drohende Insolvenz, wie u.a. die Übernahme der Porsche AG durch die Volkswagen AG oder die Übernahme von Sal. Oppenheim durch die Deutsche Bank AG.³³ Als Dealmanager trat der Staat verstärkt in den Vordergrund. Der Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) war an drei der größten M&A-Transaktionen in Deutschland beteiligt. Im zweiten Halbjahr 2009 war ein leichter Aufschwung im deutschen M&A-Markt zu verzeichnen. Dies führte jedoch in den Folgejahren nicht dazu, dass die Höchststände der Zahl der Transaktionen von 2007 und erst recht von 1990 auch nur annähernd erreicht worden wären.

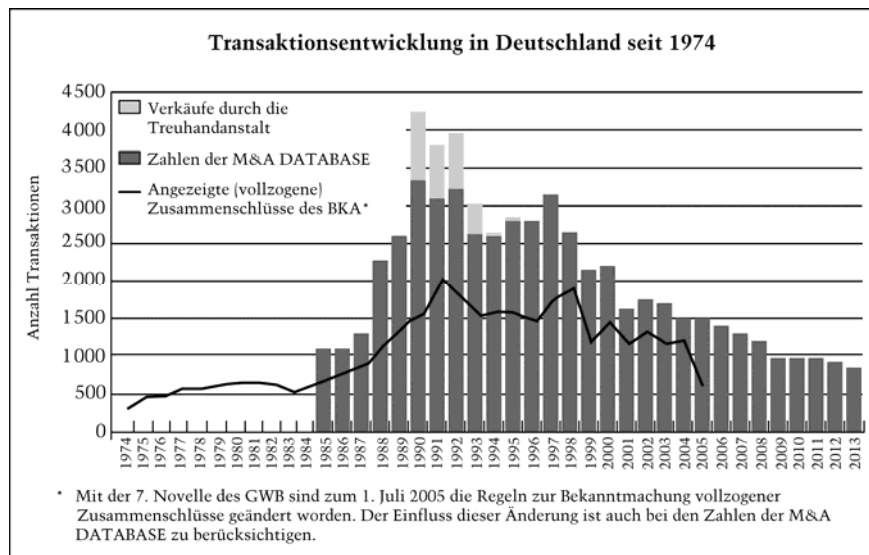
1.54

³⁰ Quelle: Dealogic 2004.

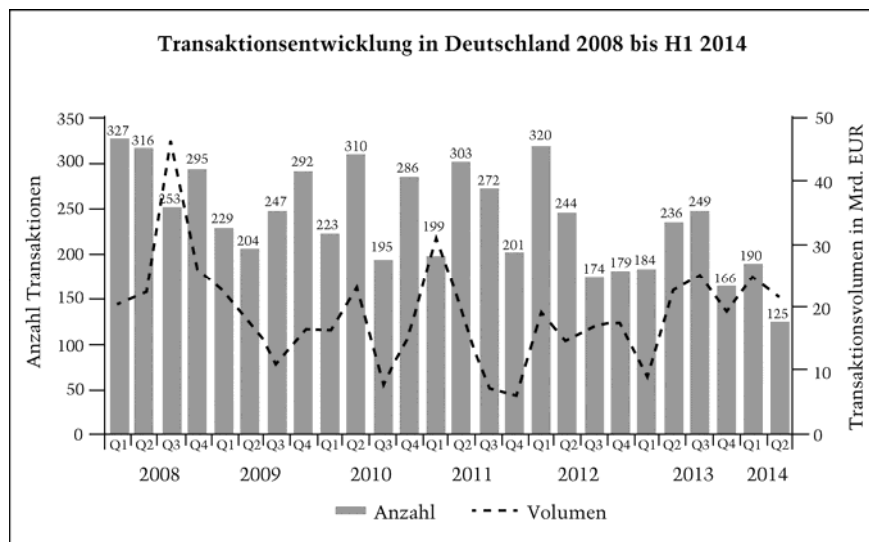
³¹ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 27.8.2003. Im Rahmen einer Studie der Zeitschrift „Finance“, bei der 28 Heads of M&A großer Unternehmen (darunter 17 aus DAX-30-Konzernen) befragt wurden, gaben alle Befragten an, die Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften habe ihre M&A-Strategie überhaupt nicht beeinflusst, vgl. Gessner, Finance 9/2003, 28 (29).

³² Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (55).

³³ Kunisch/Wahler, MAR 2010, 53 (55); vgl. auch GoingPublic Magazin, Distressed M&A 2009: Unternehmenskauf in der Krise, Special August 2009; Pataki in Schramm/Hansmeyer, Transaktionen erfolgreich managen, 2010, S. 247 ff.



Quelle: M&A DATABASE, Universität St. Gallen



Quelle: M&A DATABASE, Universität St. Gallen