

**SCHÄFFER
POESCHEL**

I. Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Parameter bei der Planung der Mergers & Acquisitions

1. Einführung

a) M&A-Weltmarkt für Unternehmen

Neben dem Markt für Produkte und Dienstleistungen hat sich ein Weltmarkt für Unternehmen entwickelt. Dies ist eine der Erklärungen für die derzeit weltweit festzustellende Änderung der Unternehmenslandschaft und die momentan stattfindende siebte Welle nationaler und internationaler Mergers & Acquisitions.¹

Mit dem Zukauf von Unternehmen oder Geschäftsbereichen sowie mit Joint Ventures, Zusammenschlüssen, Kooperationen und anderen Formen der Mergers & Acquisitions in weitgehend gleichen und sich rasch entwickelnden Produktmärkten reagieren die Unternehmer, Manager und M&A-Berater neben bzw. nach dem Ausschöpfen der zeit- und kräftezehrenden internen (organischen) Unternehmens- und Produktentwicklung² auf den raschen globalen Wandel der Wirtschaft. Mergers & Acquisitions gehören damit zum Handwerkszeug großer Konzerne sowie kleinerer und mittelständischer Unternehmen.³

In ihrem Streben nach einer nachhaltig wertorientierten Unternehmensführung und hohen Marktkapitalisierung richten sich die Manager nicht mehr nur nach dem reinen Shareholder-Value-Management (SVM), bei dem die Unternehmensführung ihre Zielseitung allein nach den Bedürfnissen, Interessen und Erwartungen der Anteilseigner ausrichtet. Vielmehr organisieren sie die Unternehmen – in Erweiterung des sog. Customer-Relationship-Managements (CRM), welches sich mit den Beziehungen einer Organisation zu ihren Kunden auseinandersetzt – auch gemäß dem sog. Stakeholder-Relationship-Management (SRM), um die Unternehmen in ihrem gesamten sozialökonomischen und umweltbezogenen Kontext zu erfassen und die Bedürfnisse der unterschiedlichen Anspruchsgruppen in Einklang zu bringen. Als Stakeholder gelten dabei neben den Eigentümern die Mitarbeiter, die Kunden oder Vorteilsnehmer, die Lieferanten, die Kapitalmärkte sowie der Staat, die Natur und die Öffentlichkeit als sogenannte nichtmarktliche Anspruchsgruppen. Zugleich prägen die Manager dabei ein neues wirtschaftliches, gesellschaftliches, soziales und kulturelles Umfeld.

Unterstützt wird diese Entwicklung vor allem auch durch die Fortschritte der Digitalisierung, der Informations-Technologie und der Logistik in den überregional und weltweit strukturierten Unternehmen. In besonderem Maße gilt dies im Hinblick auf die Effektivität des Netzwerk- und Wissensmanagements, der Informationssysteme, des E-Business,

1 Siehe dazu den Beitrag von Müller-Stewens unter A.II. sowie von Jansen/Brugger unter C.XVII.

2 Siehe dazu den Beitrag von Gausemeier/Pfänder unter A.V.

3 Siehe dazu auch den Überblick von Müller-Stewens in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder, Mergers & Acquisitions – Analysen, Trends und Best Practices, 2010, Teil A.I., S. 3ff.

der E-Logistik und des schnellen Warentransports. Unsere Wirtschaft und Gesellschaft stehen damit zu Beginn des 21. Jahrhunderts vor völlig neuen Herausforderungen. Die rasante technologische Entwicklung und die damit einhergehende weltweite digitale Vernetzung begründen zunehmend einen Wandel zu transkontinentalen, globalen und grenzenlosen Unternehmens-, Wettbewerbs-, Produkt- und Kommunikations-Systemen.⁴

Aufgrund der aktuellen Entwicklungen, insbesondere der zunehmenden Globalisierung, der Unternehmensfinanzierung, der Unternehmensnachfolge sowie des in den letzten Jahren weiter wachsenden Unternehmensmarktes haben die Unternehmen dabei komplexe wirtschaftliche und rechtliche Aufgaben zu bewältigen. Die besonderen Schwierigkeiten der zu bewältigenden Zusammenhänge ergeben sich daraus, dass sie weitgehend branchen- und fachübergreifender Natur sind. Diese machen es erforderlich, eine umfassende Analyse der ökonomischen, rechtlichen, technischen und sozialen Fragestellungen und Entwicklungen an der Nahtstelle von Wirtschaft, Wissenschaft und Politik vorzunehmen. Nur mit einem interdisziplinären und zugleich ganzheitlich-strategischen Denken und Handeln sowie einem vertieften Verständnis der Erfolgsfaktoren für das Transaktionsmanagement und für die Integrationsprozesse bei Unternehmensakquisitionen werden sich wertesteigernde, werteschaffende und zukunftsichernde Handlungsoptionen und Lösungen erarbeiten und umsetzen lassen.

Entsprechend der komplexen Natur der betroffenen Unternehmen beinhalten die Mergers & Acquisitions erhebliche verfahrensmäßigen Besonderheiten aufgrund ihrer vielfältigen nationalen und internationalen Erscheinungsformen, insbesondere bei

- Unternehmenskäufen und -verkäufen
- Unternehmenszusammenschlüssen
- Kooperationen, Allianzen und Joint Ventures
- Unternehmenssicherungen und -nachfolgen
- Management Buy-out und Buy-in
- Private-Equity-Beteiligungen
- Public Private Partnerships (PPP)
- Börsengänge (Initial Public Offering – IPO)
- Umwandlungsmaßnahmen
- Restrukturierungen
- Outsourcing.

Mergers & Acquisitions bedürfen daher einer ganzheitlichen und fachübergreifenden Be- trachtung und Durchdringung ihrer drei Phasen: der Planung, der Durchführung sowie der Integration bzw. Implementierung.

b) Die Entwicklung des weltweiten Unternehmensmarktes

Betrachtet man die zyklische Entwicklung des weltweiten Unternehmensmarktes⁵, so zeigt die letzte Dekade die zunehmende Schnelllebigkeit des Transaktionsgeschäfts: Denn es

4 Siehe dazu den Beitrag von Arnold Picot unter A.III.

5 Siehe dazu den Beitrag von Müller-Stewens unter A.II. sowie Müller-Stewens, M&A als Wellen-Phäno-

sind nur wenige Jahre vergangen, als uns die *fünfte M&A-Welle* der letzten 100 Jahre in Atem hielt und der Wert aller weltweiten Unternehmenstransaktionen im Jahre 2000 mit 3.490 Mrd. US-\$ die bis dahin bestehende Schallmauer von 1.000 Mrd. US-\$ (1999: 865 Mrd. US-\$) überschritt, um dann nach den Attentaten vom 11. September 2001 bei schwächernder Konjunktur und niedrigen Börsenkursen – ähnlich wie ihre zyklischen Vorgängerinnen – abrupt zu enden. Bereits 2001 zeigte sich die Dramatik dieses Abschwunges, als sich der Rekordwert aller weltweiten Unternehmenstransaktionen auf ca. 1.700 Mrd. US-\$ halbierte, um sich erst im Jahre 2003 bei dem Tiefstwert des Jahres 2002 von ca. 1.350 Mrd. US-\$ wieder zu stabilisieren.

Im Rahmen der seit 2004 verzeichneten *sechsten M&A-Welle* war das Jahr 2004 zunächst noch von erheblichen Flauten geprägt. Immerhin stieg das weltweit angekündigte Transaktionsvolumen aber um 41% auf das seit dem Jahre 2000 beste Ergebnis in Höhe von 1.950 Mrd. US-\$. Nach einem weltweiten Transaktionsvolumen von 2.700 Mrd. US-\$ im Jahre 2005 wurden 2006 wieder mehr als 3.257 M&A-Transaktionen mit einem Gesamtwert von etwa 3.370 Mrd. US-\$ abgeschlossen. Das Jahr 2007 war dann mit 4.191 Mrd. US-\$, einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr und einem Überspringen der bis dahin bestehenden magischen Schallmauer der 3.490 Mrd. US-\$ aus dem Jahre 2000 das volumenstärkste **M&A-Rekord-Jahr aller Zeiten**, während die Anzahl der Transaktionen gegenüber den Vorjahren leicht zurückging. Gründe für die sechste Fusionswelle waren, ohne an dieser Stelle ihre Gewichtung vorzunehmen:

- (i.) die globale konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft,
- (ii.) abgeschlossene Implementierungen, Integrationen, Konsolidierungen aus der fünften M&A-Welle,
- (iii.) der eingetretene »Deal-Stau«,
- (iv.) hohe Cash-Bestände strategischer Investoren für Small- und Mid-Cap-Käufe,
- (v.) die Begünstigung der Fremdfinanzierung durch niedriges Zinsniveau,
- (vi.) die Zunahme der Übernahmen durch Finanzinvestoren, insbesondere Private-Equity-Unternehmen,
- (vii.) der Verkauf von Beteiligungen durch Finanzinvestoren,
- (viii.) die Suche nach börsennotierten Gesellschaften durch industrielle Käufer und Finanzinvestoren,
- (ix.) der Konsolidierungsbedarf in fragmentierten Branchen,
- (x.) weitere Konzentrationen,
- (xi.) angestrebte Synergien zur Kostensenkung,
- (xii.) mangelnde Möglichkeiten für organisches Wachstum,
- (xiii.) die Expansion des Kerngeschäfts und Abgabe von Non-Core-Aktivitäten,
- (xiv.) die Akzeptanz von M&A im Mittelstand (Zwang zu pan-europäischer Wettbewerbsfähigkeit),
- (xv.) die Unternehmensnachfolge und zersplitterte Eigentümerstruktur mit heterogener Interessenlage,
- (xvi.) die Erkenntnis von Familienunternehmen betreffend die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit und des Wertes u.U. nur durch Ver- oder Zukauf sowie
- (xvii) Bereitschaft zu grenzüberschreitenden Transaktionen.

Ebenso wie ihre zyklischen Vorgängerinnen endete auch die sechste M&A-Welle abrupt mit dem Platzen der Kreditblase in den USA im August 2007. Nach dem Konkurs von Lehman Brothers im September 2008, der international schwachen Konjunktur und den niedrigen Börsenkursen brach der Unternehmens-Markt um rund 40% des Vorjahres und im Jahr 2009 um weitere rund 40% welt-, europa- und auch deutschlandweit ein. Die Folgezeit war vor allem geprägt durch unternehmerische Schieflagen und Insolvenzen sowie durch das staatliche Eingreifen vor allem im Finanz- und Automobilsektor zudem durch Aktivitäten im Unternehmensnachfolge- und Wettbewerbsbereich von Familien- und Mittelstandsunternehmen. Bedingt durch die Krisensituation und die hierdurch hervorgerufenen Restrukturierungsmaßnahmen und Liquiditätsengpässe waren auch einige sog. **Distressed M&A**, d.h. in der Regel Verkäufe von belasteten Unternehmen oder Unternehmensanteilen (sog. **Distressed Assets**), zu verzeichnen, die einen zügigen Transaktionsablauf unter Berücksichtigung der Liquiditäts- und Finanz-(Not-)Situation der Unternehmen notwendig machen.⁶ Insgesamt gehörten Großbritannien und Deutschland zu den Verlierern der sechsten M&A-Welle, während sich Asien und Australien zu den Gewinnern zählen konnten.

Seit dem Beginn des Jahres 2010 zeichnete sich vor dem Hintergrund teilweise beträchtlicher Kriegskassen der Unternehmen allmählich eine *siebte Übernahmewelle* ab, und zwar insbesondere in den Bereichen Chemie, Lebensmittel und Pharma, Maschinenbau, Transport, Logistik, Energie und Rohstoffen. Während das Volumen der weltweiten Unternehmentransaktionen (nach 2.531 Mrd. US-\$ im Jahre 2008) im Jahre 2009 mit 2.295,7 Mrd. US-\$ erheblich unter die Hälfte des Rekordwertes zurückgegangen war, konnte es sich im Jahre 2010 mit 2.816,5 Mrd. US-\$ wieder auf etwa die Hälfte »stabilisieren«, wobei freilich das in früheren Wellen teilweise grassierende Fusionsfieber allenfalls in Ansätzen erkennbar war.⁷

Im Hinblick auf die Entwicklungsländer war die globale Entwicklung des Unternehmensmarktes unabhängig von dem Ablauf der einzelnen M&A-Wellen wirtschaftspolitisch und gesellschaftspolitisch vor allem deshalb bedenklich, weil die ausländischen Direktinvestitionen inzwischen ihre größten externen Finanzierungsquellen darstellten. Dabei standen die Unternehmen in den Entwicklungsländern regelmäßig auf der Seite der übernommenen und nicht der übernehmenden Unternehmen. Trotz der Direktinvestitionen entstanden daher in den Entwicklungsländern überwiegend keine neuen Fertigungskapazitäten bzw. Arbeitsplätze. Vielmehr führten die Entstehung eines globalen Unternehmensmarktes und die **M&A-Dynamik** für die Entwicklungsländer zu gravierenden entwicklungspolitischen Nachteilen. Gegenwärtig ist freilich eine Änderung dieses Trends erkennbar: Zum Beispiel findet Afrika allmählich Dank moderner Technologien den Anschluss an die weltweite Globalisierung. Dabei resultieren die Investitionen längst nicht mehr allein aus der Entwicklungshilfe seitens der Industrieländer. Vielmehr treten neben China als dominanter Vorreiter bei ausländischen Direktinvestitionen andere Investoren, besonders auch aus Schwellenländern wie Indien oder Brasilien, die aus rein unternehmerischen Interessen unternehmerisch tätig werden. So kam im Jahre 2010 erstmals knapp ein Drittel der globalen Direktinvestitionen in Afrika aus Entwicklungs- und

6 Siehe dazu auch Abel/Kühnle, M&A Review, 7/2009, S. 319–323 sowie Prosteder/Hiltner, Erwerb eines Unternehmens in Krise und Insolvenz, M&A Review 3/2011, S. 114–118.

7 Vgl. dazu Tschöke/Klemen, Wachsende Zuversicht – der internationale M&A-Markt nach der Krise, M&A Review 6/2011, S. 285–289.

Schwellenländern. War es bis zur Jahrtausend-Wende der reiche Norden der Welt, der die Globalisierung vorantrieb, wird nun der Süden selbst zum Treiber der Globalisierung. So legten zwischen 1996 und 2009 die sogenannten Süd-Süd-Investitionen durchschnittlich um 20% pro Jahr zu. Zwar sind Investitionen im Rohstoffbereich bei den ausländischen Investoren nach wie vor besonders beliebt, jedoch engagieren sich die Investoren nunmehr vornehmlich auch in den Bereichen der Dienstleistung und der Industrie.⁸

c) Die Entwicklung des deutschen Unternehmensmarktes

Für das Verständnis der Entwicklung des deutschen Unternehmensmarktes ist es hilfreich, sich zunächst die aktuelle Struktur der mehr als 3 Millionen deutscher Unternehmen vor Augen zu führen.

Nach Ansicht der EU sind folgende vier Unternehmensgruppen zu unterscheiden:

1. die Kleinstunternehmen
mit < 10 Beschäftigten und \leq 2 Mio.€ Umsatz und \leq 3 Mio.€ Bilanzsumme
2. die Kleinunternehmen
mit < 50 Beschäftigten und \leq 10 Mio.€ Umsatz und \leq 10 Mio.€ Bilanzsumme
3. die Mittelunternehmen
mit < 250 Beschäftigten und \leq 50 Mio.€ Umsatz und \leq 43 Mio.€ Bilanzsumme
4. die Großunternehmen
mit > 250 Beschäftigten und < 50 Mio.€ Umsatz und < 43 Mio.€ Bilanzsumme.

Dabei sind Mittelstandsunternehmen solche, bei denen das Unternehmen zu nicht mehr als 25% im Eigentum eines oder mehrerer Unternehmen stehen darf, das diese Unterscheidungskriterien der EU nicht erfüllt.⁹

Das Institut für Mittelstandsforschung Bonn (IfM)¹⁰ unterscheidet dem hingegen zwischen

1. Kleinunternehmen
mit < 10 Beschäftigten und \leq 2 Mio. Euro Umsatz
2. Mittelunternehmen
mit < 500 Beschäftigten und \leq 50 Mio. Euro Umsatz
3. Großunternehmen
mit > 500 Beschäftigten und > 50 Mio. Euro Umsatz.¹¹

8 Siehe dazu Kaelble, Das neue Afrika: Gewinner der Globalisierung, Financial Times Deutschland, 19.08.2011, S. 14.

Siehe dazu auch den aktuellen World Investment Report der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) unter: <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=1465>

9 Siehe dazu auch die Übersichten zu den Familienunternehmen und zum Mittelstand bei Linnemann, Erfolgsmodell Mittelstand – Zukunft gestalten, Deutsche Bank Research 2007, zugleich mit einer Übersicht über Anzahl und die aktuelle Größenstruktur der deutschen Unternehmen nach Umsatzgrößenklassen im Jahre 2005 (S. 4, Chart 2).

10 Siehe die Veröffentlichungen des Institutes für Mittelstandsforschung Bonn (IfM) (<http://www.ifm-bonn.org>).

11 Eine einheitliche Definition für kleine und mittlere Unternehmen, die für alle Anwendungsbereiche Gültigkeit hat, besteht nicht. Je nach Zweck sind verschiedene Merkmale zur Abgrenzung der KMU

Anhand dieser Unterscheidung zeigt sich folgende Unternehmensstruktur:

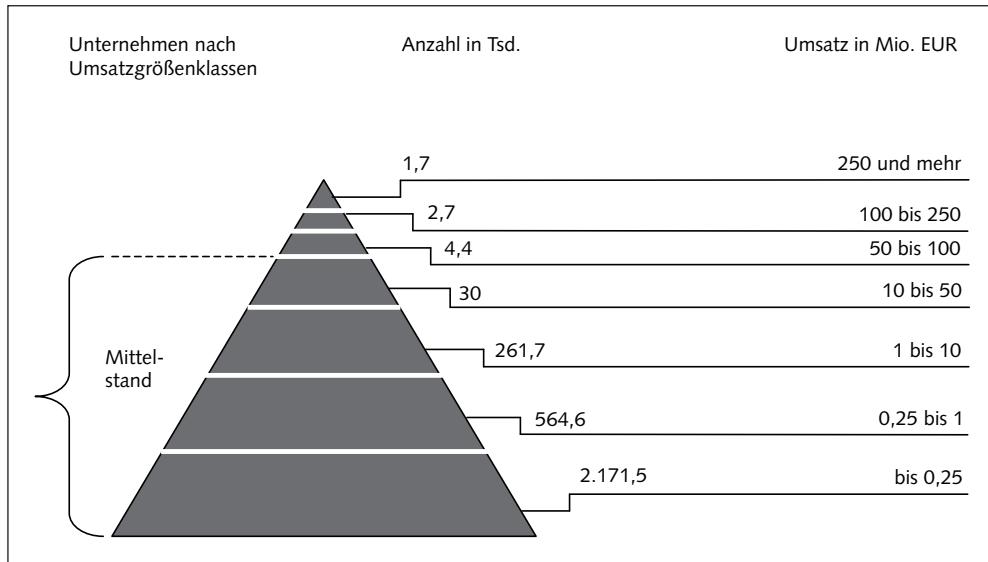


Abb. 1: Aktuelle Unternehmensgrößenstruktur¹²

Folgt man der Betrachtung des IfM Bonn, so machen die Mittelstandssunternehmen 99,7% des Gesamtbestandes deutscher Unternehmen aus, d.h. 99 von 100 deutschen Unternehmen gehören zum Mittelstand. Häufig werden die Familienunternehmen deshalb mit den Mittelstandssunternehmen gleichgesetzt und weisen mit diesen eine sehr große Schnittmenge auf. Trotz der unterschiedlichen Definitionen von Familien- und Mittelstandssunternehmen besteht Einigkeit darüber, dass die Familienunternehmen weitgehend den deutschen Mittelstand repräsentieren. Sie alle haben für die deutsche Wirtschaft neben den Großunternehmen eine herausragende Bedeutung und sind ein wesentlicher Motor der deutschen Wirtschaft.¹³

Auch in Deutschland wiesen die Transaktionsvolumina bis zum Platzen der Kreditblase im August 2007 in dieselbe Richtung wie die Entwicklung des weltweiten und europäischen Unternehmensmarktes. Deutschland belegte auf der Rangliste der europäischen Zielländer für M&A-Aktivitäten Platz drei hinter Großbritannien und Spanien. Während im Jahre 2006 in Deutschland Unternehmenstransaktionen im Wert von 157,7 Mrd. US-\$ durchgeführt worden waren und dies gegenüber dem Jahre 2005 einen Anstieg um 21%

denkbar. Von Bedeutung in Wissenschaft und Praxis ist die KMU-Definition des IfM Bonn und für die Gestaltung und Berechtigung der Inanspruchnahme von Fördermitteln für KMU die KMU-Definition der Europäischen Kommission.

12 Quelle: Statistisches Bundesamt; berücksichtigt sind nur steuerpflichtige Unternehmen mit Lieferungen und Leistungen von mehr als 17.500 Euro. Siehe die aktuellen Berechnungen des Institutes für Mittelstandsforschung Bonn (IfM) (<http://www.ifm-bonn.org>.)

13 Siehe dazu: Gerhard Picot, Handbuch für Familien- und Mittelstandssunternehmen, Teil I., S. 1ff.

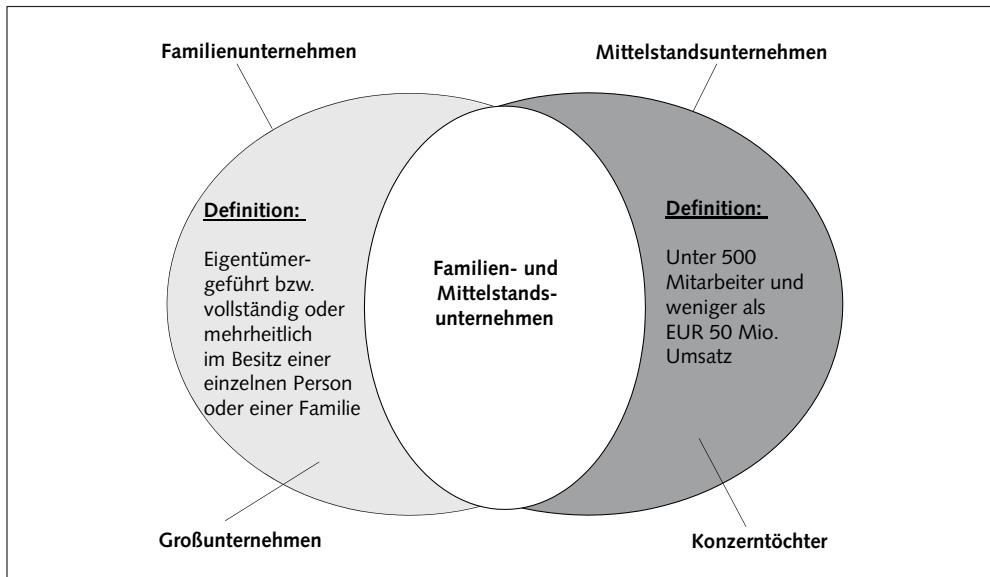


Abb. 2: Schnittmenge zwischen Familien- und Mittelstandsunternehmen

bedeutete, erhöhte sich das Transaktionsvolumen in Deutschland allein im ersten Halbjahr 2007 auf 141,5 Mrd. US-\$ und übertraf den Vorjahreswert um mehr als ein Drittel, während sich die Anzahl der Transaktionen in demselben Zeitraum um ca. 8% verringerte. Entsprechend der welt- und europaweiten Entwicklung zeigten auch die deutschen M&A-Aktivitäten in den Jahren 2008 und 2009 einen gravierenden Abschwung des Unternehmensmarktes.

Im Jahr 2010 waren die deutschen M&A-Aktivitäten zwar durch eine deutliche Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation geprägt. Gleichwohl kamen sie nicht wesentlich über das Niveau des Vorjahres 2009 hinaus.¹⁴ Dabei lag der **Schwerpunkt** des M&A-Marktes eindeutig auf **Transaktionen im Small- und Mid-Cap-Bereich**¹⁵ unter **Beteiligung der Familien- und Mittelstandsunternehmen**. Einem zunehmenden Angebot an deutschen Unternehmen stand eine schwindende Nachfrage ausländischer und insbesondere europäischer Investoren gegenüber. Der deutsche Mittelstand war und ist bei internationalen Investoren allerdings weiterhin außerordentlich beliebt und diese sind momentan bereit, im Vergleich zu deutschen Kaufinteressenten bis zu 30% höhere Unternehmenskaufpreise zu bezahlen.

14 Eingehend dazu Spanninger, M&A Review 2/2011, S. 49–57.

15 Siehe dazu Keller/Marquardt, M&A Review 2/2011, S. 58–62.

d) Tendenzen für die Zukunft des M&A-Marktes¹⁶

Ein wichtiger Aspekt der beschriebenen zyklischen Entwicklungen des M&A-Marktes ist die Erkenntnis, dass der zeitliche Abstand zwischen den einzelnen M&A-Wellen immer kürzer geworden ist. Da sich die Mergers & Acquisitions zu einem wichtigen Management-Instrument und Handwerkzeug für das unorganische Unternehmenswachstum entwickelt haben,¹⁷ war bereits nach der fünften und sechsten M&A-Welle nicht mehr mit einem völligen Einbruch zu rechnen, sondern lediglich mit einer starken Abflachung, die sich bei einer erneuten Belebung der Konjunktur und des Kapitalmarktes wieder in einen Anstieg wandeln konnte. Am ehesten war es dabei der **US-Wirtschaft** und dem asiatischen Markt zuzutrauen, den zündenden Funken für eine Wiederbelebung des Kapitalmarktes und damit des globalen M&A-Geschäfts auszulösen. Insbesondere war nach den in der Vergangenheit erfolgten Konzentrationen der Unternehmen auf ihre Kernbereiche wieder eine gewisse Diversifizierung zu beobachten, die den Unternehmen in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit weitere »**Sicherheitselemente**« bieten konnte.

Die Ursachen des Rückganges des M&A-Marktes nach der fünften M&A-Welle waren vielschichtig. Zunächst sanken nach dem verheerenden Terroranschlag des 11. September 2001 mit den Aktienkursen der Unternehmen die Kauf- oder Tauschpreis für die Target-Unternehmen. Starke Kursverluste führten – unabhängig von den sinkenden Transaktionszahlen – zu einer Verringerung der Transaktionsvolumina.

Zugleich hatten die sinkenden Kaufpreise negative Auswirkungen auf die Verkaufsbelegschaft der potenziellen Verkäufer und damit auf die Anzahl der durchgeführten Transaktionen, da sie oftmals ihre Unternehmen für unterbewertet hielten. Andererseits fehlte es den potenziellen Kaufinteressenten vielfach an dem für die Finanzierung des Erwerbs notwendigen Kapital bzw. an werthaltigen Aktien, da ein niedriges Kursniveau sowohl Kapitalerhöhungen zur Beschaffung von Aktien wie auch Börsengänge unattraktiv mache. Bereits bei 40% aller Transaktionen stellten nämlich seinerzeit Aktien die maßgebliche Transaktionswährung dar. Dies hat dazu geführt, dass in nur 10 Jahren die Marktkapitalisierung der 100 am schnellsten wachsenden globalen Unternehmen um mehr als 30%, der gesamte Markt hingegen nur um ca. 18% gewachsen ist.

Darüber hinaus verlangten die abgeschlossenen Transaktionen gerade in Zeiten einer gewissen Konjunkturschwäche von den Unternehmen, sich zunächst in verstärktem Maße auf die **Implementierung** bzw. die **Post-Merger-Integration** der bereits getätigten Transaktionen zu konzentrieren. Oftmals hat dies die Managementaktivitäten derart stark gebunden, dass für weitere Transaktionen zunächst keine weiteren Kapazitäten verfügbar waren.

Ein weiterer Grund für den Rückgang der **M&A-Aktivitäten** in Deutschland war der Abschwung der US-Konjunktur, die sich global und damit auch auf den deutschen Markt

16 Siehe dazu im Einzelnen den Beitrag von Müller-Stewens unter A.II.

17 Eine Übersicht über die M&A-Diskussion findet sich in der Kongressdokumentation zum 53. Deutschen Betriebswirtschafter-Tag 1999 von Arnold Picot/Nordmeyer/Pribilla, Management von Akquisitionen: Akquisitionsplanung und Integrationsmanagement, Schriftenreihe der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. 2000. Siehe darin insbesondere: Müller-Stewens, Akquisitionen und der Markt für Unternehmenskontrolle: Entwicklungstendenzen und Erfolgsfaktoren, S. 41ff. sowie Gomez, Management des Unternehmens-Portfolios – Wertsteigerung durch Akquisition, S. 21ff.

auswirkte. Die Erwartung sinkender Gewinne oder sogar Verluste verschob den Schwerpunkt der Unternehmenspolitik weg vom Wachstum hin zur Einsparung und Konsolidierung.

In der seit 2004 verzeichneten sechsten M&A-Welle stand der Unternehmensmarkt der deutschen Familien- und Mittelstandssunternehmen zwar im Schatten der milliarden schweren »**Megadeals**«, trieb aber die noch andauernde »**M&A-Welle**« kraftvoll voran und stellte die Unternehmen vor immer neue komplexe wirtschaftliche und rechtliche Herausforderungen.

Nach einer Umfrage des Manager-Magazins sollte in den kommenden Jahren etwa jedes zweite deutsche Familien- und Mittelstandssunternehmen verkauft werden.¹⁸ Die Übernahme eines Familien- oder Mittelstandssunternehmens war nicht nur für die inländischen Wettbewerber dieser Unternehmen von Interesse. Bislang zeichneten sich die Familienunternehmen vor allem durch ihre Tradition, ihren Individualismus, ihre Flexibilität sowie durch ihren persönlichen Bezug zu Arbeitnehmern, Lieferanten und Kunden aus. Da jedoch inzwischen rund jedes zweite Familienunternehmen nicht mehr im Wege klassischer Nachfolgelösungen an die nächste Generation weitergereicht werden kann, machen die Inhaber zunehmend von der Möglichkeit Gebrauch, ihr Unternehmen an ihre Manager und Mitarbeiter im Wege eines **Management-Buy-out (MBO)** oder an ein externes Management im Wege eines **Management-Buy-in (MBI)** zu verkaufen.¹⁹ Da das interne oder externe Management nur selten in der Lage ist, die für einen solchen Unternehmenskauf nötige Liquidität aus eigener Kraft aufzubringen, wird ein MBO oder eine MBI oftmals – insbesondere in Form eines **Leveraged-Buy-out (LBO)** oder eines **Leveraged-Buy-in (LBI)** – unter Beteiligung nationaler und internationaler »Private Equity«-Firmen finanziert. So werden heute – Tendenz steigend – bereits 16% der Familien- und Mittelstandssunternehmen im Rahmen eines »Management Buy-in« (MBI) an externe Kandidaten und Private-Equity-Gesellschaften verkauft. Zugleich sind deutsche Familien- und Mittelstandssunternehmen bei internationalen – insbesondere chinesischen und indischen – strategischen Investoren und »Private Equity«-Fonds²⁰ und aus den vorstehend dargestellten Gründen sehr beliebt.

Der deutsche Markt weist zusätzlich die Besonderheit auf, dass er sich – wie z.B. bereits in den USA oder in Großbritannien geschehen – langsam von einem banken- in einen kapitalmarktgetriebenen Markt wandelt. Ferner werden die weitere Deregulierung und die Veränderung bestehender Unternehmens- und Marktstrukturen zu weiteren Übernahmen und Fusionen führen. Dies wird unter anderem auch durch das Kapital ermöglicht, das infolge neuer Möglichkeiten der **privaten Vermögensbildung** und insbesondere der **privaten Altersvorsorge** auf den Markt kommen wird. Vor allem wird auch der Mittelstand

18 Online-Ausgabe Manager-Magazin vom 26.07.2006:
<http://www.manager-magazin.de/unternehmen/mittelstand/0,2828,428494,00.html>
 (letzter Zugriff 31.08.2007).

19 Siehe dazu Institut für Mittelstandsforschung Mannheim (2004), Generationswechsel in mittelständischen Unternehmen. S. 31.

20 Private Equity ist durch Fonds gewährtes Eigenkapital für Unternehmen im Wege einer Kapitalerhöhung (Wachstumsfinanzierung) oder im Wege des Anteilserwerbs durch Kauf von Altgesellschaftern (Gesellschafterwechsel); Gesellschafterwechsel werden i.d.R. durch eine Mischung von Eigen- und Fremdmitteln dargestellt, oft unter Einbindung des Firmen-Managements (»Management Buy-out«). Dazu eingehend auch Jens Moritz in: Gerhard Picot (Hrsg.), Handbuch für Familien- und Mittelstandssunternehmen, 2008, Teil VIII.

nicht zuletzt aufgrund der anstehenden Nachfolgeproblematik sowie der Notwendigkeit, sich verstärkt in globaleren Märkten zu etablieren, neue M&A-Impulse erzeugen. Vielfach handelt es sich auch um sog. **defensive Transaktionen** von Unternehmen, die im Rahmen von Restrukturierungen ihre Rationalisierung vorantreiben und ihre Kosten senken wollen.

Insbesondere in den Branchen Automobilindustrie, Investitionsgüterindustrie, Chemie- und Pharma-Industrie, Energieversorgung, Banken und Versicherungen sowie Information, Kommunikation und High-Tech und nicht zuletzt auch im Transportwesen wird sich die Unternehmenslandschaft weiterhin durch Mergers & Acquisitions nachhaltig verändern. Da neben der Geschwindigkeit der Markterschließung vor allem auch die Größe für den wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmen entscheidend ist, erwägt nach wie vor etwa jedes zweite Unternehmen dieser Branchen die Übernahme eines Wettbewerbers oder einen Unternehmenszusammenschluss. Zusätzliche Stimulanz erfährt der Markt durch die Private-Equity- und Venture-Capital-Gesellschaften, die auch Unternehmensgründern mit großen kreativen Ideen und kleinem Budget bei erheblicher Gewinnphantasie und Risikobereitschaft das notwendige Kapital zur Verfügung stellen, um ihnen den Durchbruch zu ermöglichen.²¹

Insgesamt nehmen deutsche Unternehmen bei grenzüberschreitenden Transaktionen immer noch häufiger die Rolle des Zielobjektes als die Rolle des Übernehmers ein. Während das Jahr 2007 ein Rekordjahr für den globalen M&A-Markt war, bietet das Jahr 2011 angesichts der schwächeren Aktienmärkte und der Makrorisiken konjunktur- und Stabilitätsgefährdender Themen bislang kein einheitliches Bild und weist angesichts der Turbulenzen in den Kapital- und Finanzmärkten in die Richtung einer gewissen Abschwächung. Gleichwohl stößt der mittelständische deutsche Unternehmensmarkt auf ein kontinuierlich steigendes Interesse in- und ausländischer strategischer Investoren und Finanzinvestoren.

Maßgebend hierfür sind insbesondere die folgenden, ohne ihre Gewichtung genannten Faktoren:

- Ausschöpfung der Möglichkeiten des organischen Wachstums und der zukunftsorientierten Unternehmensgestaltung²²
- Schnelleres und erfolgreicher Wachstum durch Expansion des Kerngeschäftes
- Schwierigkeiten der Unternehmen, bei global abnehmender wirtschaftlicher Dynamik aus eigener Kraft zu wachsen
- Möglichkeiten weiterer Synergien und Potenzial zur Senkung von Kosten (auch in Zeiten wirtschaftlicher Schwäche)
- Zwang zur Abgabe von Non-Core-Aktivitäten
- Akzeptanz und Notwendigkeit von Mergers & Acquisitions im Mittelstand: Zwang zur Erhaltung pan-europäischer Wettbewerbsfähigkeit und des Wertes (u.U. nur durch Verkauf)
- Belebung des M&A-Marktes durch Transaktionen im Small- und Mid-Cap-Bereich
- Unternehmensnachfolge und zersplitterte Eigentümerstruktur mit heterogener Interessenlage (Erschwerung strategischer Investitionen und Eigenkapitalbeschaffung)

21 Siehe dazu Keller/Marquardt, M&A Review 2/2011, S. 58 (S. 60–62).

22 Siehe dazu den Beitrag von Gausemeier/Pfänder unter A.V.

- Realistischere Preisvorstellung des Mittelstandes
- die Erwartung überdurchschnittlicher Renditen in der deutschen Wirtschaft
- die EU-Osterweiterung
- die Nähe des Wirtschaftsstandortes Deutschland zu den osteuropäischen Staaten,
- die voranschreitende Globalisierung, die Finanzinvestoren zunehmend eine globale regionale Präsenz abverlangt
- die im internationalen Vergleich günstige Bewertung deutscher Familien- und Mittelstandsunternehmen
- das Know-how deutscher Unternehmen; z.B. in den Bereichen der Logistik, Informationstechnik sowie der Biotechnik- und Pharmabranche,
- das nach wie vor geschätzte Qualitätssiegel »Made in Germany«,
- hohe Cash-Bestände der strategischen Investoren; Begünstigung der Fremdfinanzierung durch derzeitig niedriges Zinsniveau
- die (erneut) hohe Liquidität am Kapital- und Private-Equity-Markt²³
- hohe Cash-Bestände der Finanzinvestoren und außerbörslichen Beteiligungs- bzw. Private-Equity-Gesellschaften bei geringer Verzinsung am Geldmarkt; allerdings nur geringe Investitionsbereitschaft der sog. Wagniskapitalgeber in die sog. Frühphasenfinanzierung bei Gründungsgesellschaften,
- Verkauf von Beteiligungen durch Finanzinvestoren nach Ablauf der durchschnittlichen Haltedauer von 3 bis 5 Jahren (Top-50-Finanzinvestoren mit derzeit 300 Beteiligungen)
- Abgeschlossene Implementierungen, Integrationen, Konsolidierungen aus der letzten M&A-Welle
- Steigende Preise bei Bieterangeboten (Bieterkämpfen) um die Targets und höherer Fremdkapitalanteil bei den sog. »Leveraged Buy-outs«, d.h. kreditfinanzierter Übernahmen unter Beteiligung der Managements bei geringer werdenden Eigenkapitalquoten von ca. 36%
- Zunehmende Suche nach börsennotierten Gesellschaften durch industrielle Käufer und Finanzinvestoren wegen Erleichterung des Going Private durch das neue Übernahmengesetz
- Erheblicher Konsolidierungsbedarf in fragmentierten Branchen, d.h. in nahezu allen Industriezweigen mit hoher Wettbewerbsintensität
- Überkapazitäten in vielen Branchen, die eine Marktbereinigung verlangen
- Zwang konkurrerender Unternehmen fusionierter Unternehmen – Druck zu weiterer Konzentration
- Anstieg der grenzüberschreitenden Transaktionen auf ca. 50%.

Insgesamt ist trotz der momentan recht stabilen Realwirtschaft angesichts der Turbulenzen an den Börsen und globalen Finanzmärkten sowie der hohen Staatsverschuldungen – insbesondere in den Ländern USA, Spanien, Irland, Italien, Portugal und Griechenland –, die eine spürbare Reduzierung der Schuldenlasten ab Mitte des Jahrzehntes nicht

23 Siehe dazu: »Übernahmewelle rollt auf den Finanzmarkt zu. Viele Unternehmen verfügen über volle Kassen und dürften schon bald auf Einkaufstour gehen. Anleger können davon profitieren.«, DIE WELT vom 11.06.2011 S. 17; »Internet-Blase ist so bedrohlich wie nie. – Wie zur Jahrtausendwende reißen sich Anleger um Technologie-Aktien. Diesmal sind auch Schwellenländer dabei.«, DIE WELT vom 25.05.2011 S. 15.