

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 6. Welle nationaler und internationaler Mergers & Acquisitions.

Mit dem Zukauf von Unternehmen oder Geschäftsbereichen sowie mit Joint Ventures, Zusammenschlüssen, Kooperationen und anderen Formen der Mergers & Acquisitions reagieren die Unternehmer, Manager und M&A-Berater neben der zeit- und kräftezehrenden internen (organische) Unternehmens- und Produktentwicklung in weitgehend gleichen Produktmärkten auf den weiterhin zunehmenden raschen globalen Wandel der Wirtschaft. In ihrem Streben nach einer nachhaltig wertorientierten Unternehmensführung und hohen Marktkapitalisierung richten sich die Manager nicht mehr nur nach dem reinen **Shareholder-Value**, sondern nach dem Stakeholder-Value, d. h. nach den Interessen der Anteilseigner, der Gesellschaft, der Mitarbeiter und der Kunden, und prägen dabei ein neues wirtschaftliches, gesellschaftliches, soziales und kulturelles Umfeld.

Unterstützt wird diese Entwicklung vor allem auch durch die fortschreitende Digitalisierung sowie durch die Verbesserungen der Informations-Technologie und der Logistik in den überregionalen und weltweiten Strukturen und Operationen der Unternehmen. In besonderem Maße gilt dies im Hinblick auf die Effektivität des Netzwerk- und Wissensmanagements, der Informationssysteme, des E-Business, der E-Logistik und des schnellen Warentransportes. Unsere Wirtschaft und Gesellschaft steht 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.

Aufgrund der aktuellen Entwicklungen insbesondere der 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. Die erforderlichen Entscheidungen sind anhand der sich bietenden Handlungsoptionen zu treffen. Nur mit einem interdisziplinären und zugleich ganzheitlich-strategischen Denken

und Handeln einerseits und einem vertieften Verständnis der Erfolgsfaktoren für das Transaktionsmanagement werden sich wertesteigernde, werteschaaffende und zukunftsichernde 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)
- Börsengängen (Initial Public Offering – IPO)
- Umwandlungsmaßnahmen
- Restrukturierungen
- Outsourcing.

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

## b) Die Entwicklung des weltweiten Unternehmensmarktes

Ebenso wie ihre zyklischen Vorgängerinnen endete auch die 5. M&A-Welle abrupt, nachdem der Wert aller weltweiten Unternehmenstransaktionen nach einer Untersuchung des Finanzdienstleisters **Thomson Financial**<sup>1</sup> im Jahre 2000 mit 3.490 Milliarden US-Dollar die bislang magische Schallmauer von 1 Billionen (1999: 865 Mrd. US-Dollar) überschritten hatten. Nach dem unendlich scheinenden Wachstum der Transaktionszahlen und -volumina zeigten die Jahre 2001 bis 2003 welt-, europa- und auch deutschlandweit einen drastischen Abschwung des Unternehmensmarktes, der nicht zuletzt von der international schwachen Konjunktur, niedrigen Börsenkursen und den Attentaten vom 11. September 2001 hervorgerufen bzw. begleitet war.

Die Dramatik dieses Abschwunges zeigte sich bereits im Jahr 2001, in dem sich der Rekordwert aller weltweiten Unternehmenstransaktionen auf ca. 1.700 Mrd. US-Dollar halbierte, um sich erst im Jahre 2003 bei dem Tiefstwert des Jahres 2002 von ca. 1.350 Mrd. US-Dollar zu »stabilisieren«. Ebenso sanken die Käufe und Verkäufe mit deutscher Beteiligung von den 478 Mrd. Euro (inkl. Vodafone Mannesmann 198 Mrd. Euro) des Jahres 2000 im Folgejahr 2001 um mehr als 65 % auf 163 Mrd. Euro, im Jahr 2002 nochmals um mehr als 45 % auf ein kumuliertes Volumen von ca. 100 Mrd. Euro und reduzierte sich im Jahr 2003 wiederum um ca. 20 % auf 66,58 Mrd. Euro. Auch die Zahl

---

<sup>1</sup> Siehe Rolf Lebert, Financial Times Deutschland v. 10.01.2002, S. 19.

der Transaktionen mit deutscher Beteiligung ging von 1.734 im Jahre 2002 auf 1.664 im Jahre 2003 leicht zurück.

Zwar war auch das Jahr 2004 von erheblichen Flautephasen geprägt. Allerdings stieg das weltweit angekündigte Transaktionsvolumen nicht zuletzt aufgrund eines starken Schluss-Spurtes um 41 % auf das seit dem Jahre 2000 beste Ergebnis in Höhe von 1.950 Mrd. US-Dollar. Dabei wuchs das Volumen der Fusionen in den USA erstmals wieder um 50 % auf 875 Mrd. US-Dollar und in Europa um 28 %. Auch in Deutschland hat sich der Unternehmensmarkt im Jahre 2004 wieder deutlich belebt. Die Anzahl der Transaktionen stieg im ersten Halbjahr 2004 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum (548) um 24.1 % auf 680 Transaktionen und wuchs im gesamten Jahr 2004 um mehr als 20 % auf 1.200 Transaktionen. Dabei verringerte sich der Gesamtwert der Transaktionen von 38,1 Mrd. Euro im ersten Halbjahr 2004 um 4,5 % gegenüber dem Wert des Vorjahres (39,9 Mrd. Euro).

Im Rahmen der seit 2004 stattfindenden sechsten M&A-Welle wurden im Jahr 2006 mehr als 3.257 M&A-Transaktionen mit einem Gesamtwert von etwa 3.370 Mrd. US-Dollar abgeschlossen. Das Transaktionsvolumen erhöhte sich dabei gegenüber den 2.700 Mrd. US-Dollar des Vorjahres um 17 %, während die Anzahl der Transaktionen gegenüber dem Vorjahr um rund 35 % anstieg. Das Jahr 2007 war nach einer Studie der Thomson Financial das volumenstärkste **M&A-Rekord-Jahr** aller Zeiten.<sup>2</sup> Mit 4.063 Mrd. US-Dollar brachte das Jahr 2007 nochmals eine signifikante Steigerung gegenüber 2006 um 21 %, während die Anzahl der Transaktionen trotz des stetig gestiegenen Transaktionsvolumens gegenüber den Vorjahren leicht zurückgegangen ist.

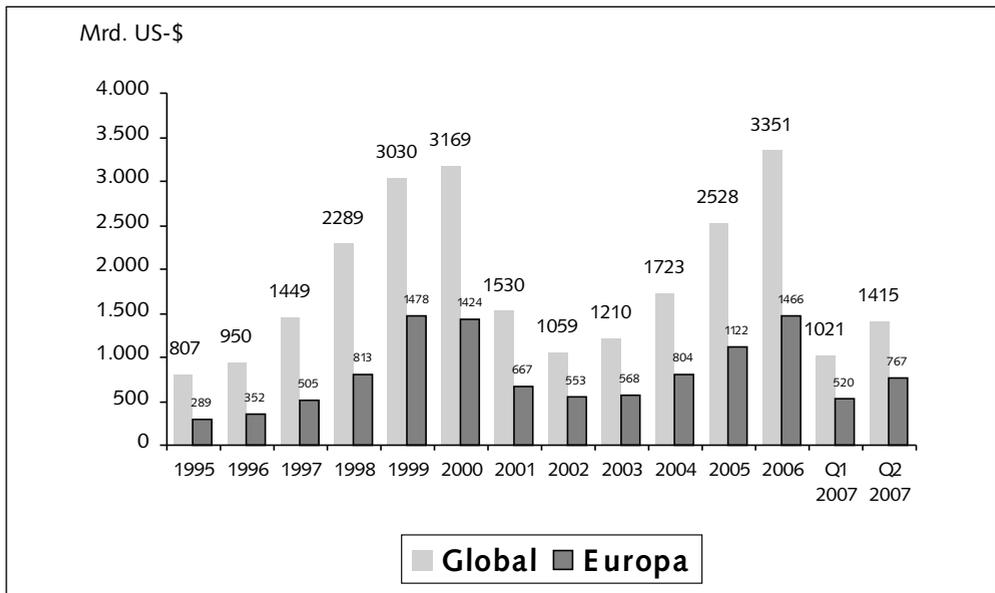


Abbildung 1: Entwicklung des weltweiten M&A-Marktes nach Volumen<sup>3</sup>

2 Handelsblatt vom 21.11.2007, S. 25.

3 Quelle: Thomson Financial.

Bei einer globalen Betrachtung ist diese Entwicklung wirtschaftspolitisch und gesellschaftspolitisch vor allem deshalb bedenklich, weil die ausländischen Direktinvestitionen inzwischen die größte externe Finanzierungsquelle der Entwicklungsländer darstellen. Auch in den Entwicklungsländern machen die Mergers & Acquisitions den größten Anteil an den Direktinvestitionen aus, wobei die Unternehmen in den Entwicklungsländern regelmäßig auf der Seite der übernommenen und nicht der übernehmenden Unternehmen stehen. Trotz der Direktinvestitionen entstehen daher in den Entwicklungsländern überwiegend keine neuen Fertigungskapazitäten bzw. Arbeitsplätze. Vielmehr führt die **M&A-Dynamik** und die Entstehung eines globalen Unternehmensmarktes für die Entwicklungsländer zu gravierenden entwicklungspolitischen Nachteilen. Dies wird bereits daran ersichtlich, dass sich die Investitionen in Lateinamerika, in der Karibik und in Afrika weiter verringerten.<sup>3</sup> Die Entwicklungsländer werden daher die eigentlichen Verlierer des M&A-Weltmarktes sein.

### c) Die Entwicklung des europäischen Unternehmensmarktes

Eine Analyse des M&A-Marktes bestätigt, dass auch in Europa die 6. Merger-Welle noch anhält. So stieg das Gesamtvolumen der europäischen Transaktionen von 1.505 Mrd. US-Dollar im Jahre 2006 um ca. 12 % auf 1.686 Mrd. US-Dollar im Jahre 2007. Zum ersten Mal seit dem Jahre 2003 hat Europa damit die USA im Hinblick auf die Steigerung des Transaktionsvolumens übertroffen: Gemäß einer Studie von KPMG und Dealogic wurden in den europäischen M&A-Markt 77 % mehr als im Vorjahreszeitraum investiert, während der Anstieg in den USA nur 46 % betrug. Die Anzahl der Transaktionen in Europa lag mit 5.249 angekündigten Transaktionen im ersten Halbjahr 2007 sogar deutlich vor den USA mit 3.518 Transaktionen.

### d) Die Entwicklung des deutschen Unternehmensmarktes

Bevor nachfolgend näher auf die Entwicklung des deutschen Unternehmensmarktes eingegangen werden soll, ist es hilfreich, sich die aktuelle Struktur der deutschen Unternehmen vor Augen zu führen.

Nach Feststellungen des **Statistischen Bundesamtes** gab es im Jahre 2005 in Deutschland insgesamt 3.036.758 Unternehmen.<sup>4</sup> Davon weisen 95,1 % aller dieser Unternehmen laut einer **Studie des Institutes für Mittelstandsforschung** in Bonn (IfM) die für Familienunternehmen<sup>5</sup> wesentlichen Charakteristika, d. h. die Einheit von Eigentum und Leitung auf, während nur 4,9 % Nicht-Familienunternehmen sind. Kennzeichnend für

---

4 Berechnungen des Institutes für Mittelstandsforschung Bonn (IfM), Prof. Dr. Frank Wallau: Erfasst sind nur steuerpflichtige Unternehmen mit Lieferungen und Leistungen von mehr als 17.500 Euro. Quelle: Statistisches Bundesamt: Sonderauswertung der Umsatzsteuerstatistik 2005 im Auftrag des IfM Bonn; Wiesbaden 2007.

5 Siehe hierzu Gerhard Picot (Hrsg.), Handbuch für Familien- und Mittelstandsunternehmen, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2008, Handelsblatt Bücher, ISBN 978-3-7910-2687-9. Siehe ferner: Gerhard Picot/Dirk Classen, Mergers & Acquisitions als Management-Strategie für Familien- und Mittelstands-

das Familienunternehmen ist die Familie als Unternehmer, die so eng mit dem Unternehmen verbunden ist, dass eine gewisse Identität zwischen Unternehmen und Familien-Unternehmer vorhanden ist. Regelmäßig zeichnen sich Familienunternehmer durch ihre Bereitschaft und ihren Mut zur privatwirtschaftlichen Übernahme von Risiken und eigenverantwortlichem Handeln aus und übernehmen die Leitung, Kontrolle und Verantwortung für das Familienunternehmen. Von den kleineren und mittelgroßen Familienunternehmen sind 95 % eignergeführt und nur 4,7 % managergeführt, während von den Großunternehmen nur 0,1 % eignergeführt sind.

Angesichts der vom statistischen Bundesamt erhobenen und nachstehend dargestellten Größenstruktur der deutschen Unternehmen ist entsprechend einer Erhebung des Institutes für Mittelstandsforschung Bonn (IfM) zu unterscheiden zwischen

- Kleinunternehmen  
mit < 10 Beschäftigten und  $\leq 2$  Mio. Euro Umsatz
- Mittelunternehmen  
mit < 500 Beschäftigten und  $\leq 50$  Mio. Euro Umsatz
- Großunternehmen  
mit > 500 Beschäftigten und > 50 Mio. Euro Umsatz.<sup>6</sup>

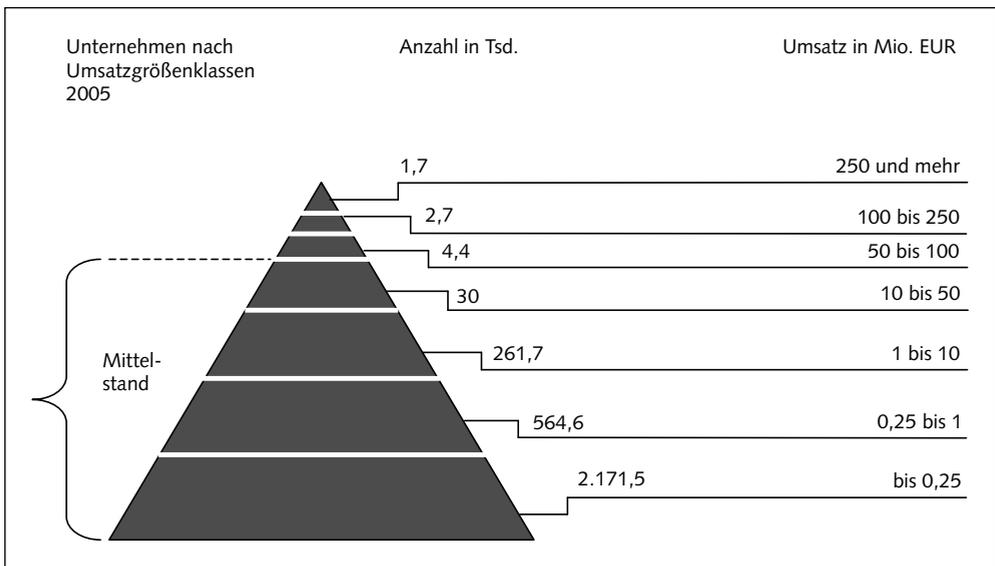


Abbildung 2: Aktuelle Größenstruktur der deutschen Unternehmen<sup>7</sup>

unternehmen, M&A-Review, Heft 4/2008, S. 173–177 sowie Gerhard Picot/Sabine Kamp, Neue Weltrekorde – Mittelständler im M&A-Markt begehrt, Unternehmermagazin 7/8, 2007, S. 38–40.

6 Für weitere Informationen: Institut für Mittelstandsforschung Bonn, Maximilianstr. 20, 53111 Bonn, Tel.: 0228/72997-0, Fax: 0228/72997-34, Email: wallau@ifm-bonn.org; vgl. <http://www.ifm-bonn.org>.

7 Quelle: Statistisches Bundesamt; berücksichtigt nur steuerpflichtige Unternehmen mit Lieferungen und Leistungen von mehr als 17.500 Euro.

Häufig werden die Familienunternehmen deshalb mit den Mittelstandsunternehmen gleichgesetzt und weisen mit diesen eine sehr große Schnittmenge auf. Trotz der unterschiedlichen Definitionen von Familien- und Mittelstandsunternehmen 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.<sup>8</sup>

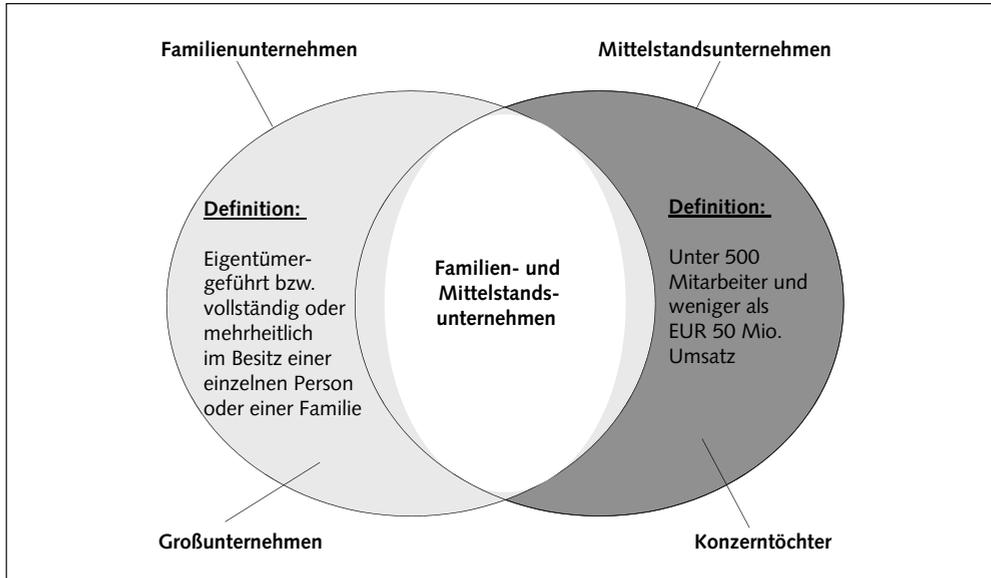


Abbildung 3: Schnittmenge zwischen Familien- und Mittelstandsunternehmen

Deutschland belegt auf der Rangliste der europäischen Zielländer für M&A-Aktivitäten inzwischen Platz drei hinter Großbritannien und Spanien. Auch in Deutschland wiesen die Zahlen im Jahre 2007 in dieselbe Richtung wie die Entwicklung des weltweiten und europäischen Unternehmensmarktes.

Während im Jahre 2006 in Deutschland Unternehmenstransaktionen im Wert von 157,7 Mrd. US-Dollar durchgeführt worden sind und dies gegenüber dem Jahre 2005 einen Anstieg um 21 % bedeutete, erhöhte sich das Transaktionsvolumen in Deutschland allein im ersten Halbjahr 2007 bereits auf 141,5 Mrd. US-Dollar und übertraf den Vorjahreswert um mehr als ein Drittel. Damit erfährt der deutsche Transaktionsmarkt im Hinblick auf das Volumen zurzeit einen wahren Boom. Die Anzahl der Transaktionen verringerte sich hingegen auch in Deutschland in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2007 um ca. 8 %.

Der **Schwerpunkt** des M&A-Marktes liegt in Deutschland eindeutig **auf Transaktionen unter Beteiligung der Familien- und Mittelstandsunternehmen**. Einem zunehmenden Angebot an deutschen Unternehmen steht eine große Nachfrage ausländischer und ins-

<sup>8</sup> Vgl. bspw. PricewaterhouseCoopers, Familienunternehmen, 2006.

besondere europäischer Investoren gegenüber. Der deutsche Mittelstand ist bei internationalen Investoren außerordentlich beliebt; diese sind momentan bereit, im Vergleich zu deutschen Kaufinteressenten bis zu 30 % höhere Unternehmens-Kaufpreise zu bezahlen.

### e) M&A-Aktivitäten als zyklisches Phänomen

Angesichts der erneuten Rekorde der M&A-Aktivitäten stellt sich die Frage, ob es sich hierbei um ein allgemeines oder branchenbezogenes Marktphänomen handelt und welche Tendenzen für die kommende Zeit erkennbar sind.

Sucht man nach einer Antwort auf diese Frage, so ist zunächst zu beachten, dass sich die Mergers & Acquisitions in der Vergangenheit als zyklisches Phänomen dargestellt haben. Eine von Prof. Dr. Müller-Stewens, Universität St. Gallen, vorgenommene Analyse des US-amerikanischen Transaktionsmarktes im vergangenen Jahrhundert zeigt, dass wir uns momentan nach fünf abrupt beendeten **M&A-Wellen** nunmehr in der sechsten M&A-Welle befinden.<sup>9</sup>

Die *erste* Merger-Welle war im Zeitraum von 1897 bis 1904 im Zuge der industriellen Revolution zu verzeichnen. Sie endete mit dem Börsen-Crash des Jahres 1904.

Die *zweite* M&A-Welle folgte in der Zeit von 1916 bis 1929. Sie führte zu einer verstärkten vertikalen Integration der Wirtschaft und endete mit dem Börsenzusammenbruch am »Black Friday«.

In den Jahren 1965 bis 1969 führten verstärkte Akquisitionen aufgrund der in den sechziger Jahren populär gewordenen **Diversifikationstheorie** im Rahmen der *dritten* M&A-Welle zu riesigen **Konglomeraten** mit einem sehr unterschiedlichen Branchen-Spektrum. Auch diese Entwicklung endete abrupt mit der Einführung des **Tax Reform Act** von 1969 sowie mit dem Einbruch der Aktienmärkte Ende der sechziger Jahre.

Die *vierte* M&A-Welle begann 1984 und endete 1990. Als Reaktion auf eine Liberalisierung der Monopol- und Steuergesetzgebung sowie auf die Deregulierungspolitik der US-Regierung war zu jener Zeit ein wahrer Kaufrausch zu verzeichnen und eine wahre »**Merger-Mania**« ausgebrochen, wobei ein großer Teil der Akquisitionen mit Hilfe von **Leveraged Buy-outs** erfolgte. Nachdem eine Reihe von Unternehmen in die Insolvenz gegangen waren, und die Anleger das Vertrauen in derartige Engagements verloren hatten, endete auch diese Welle nach starken Kurseinbrüchen an der Börse.

Die *fünfte* M&A-Welle begann Mitte der neunziger Jahre und endete mit dem Rekord-Jahr 2000. Sie war vor allem durch zunehmende **Cross-Border-Aktivitäten** sowie durch eine Globalisierung der Unternehmensstrukturen gekennzeichnet, bei denen aufgrund der immensen Transaktionsvolumina die Finanzierung der Akquisitionen durch die Bezahlung bzw. den Tausch mit bzw. von Aktien eine besondere Bedeutung erlangt hat.

Die *sechste* M&A-Welle begann mit dem Jahre 2004 und gipfelte bislang 2007 mit einem Transaktionsvolumen von 4.063 Mrd. US-Dollar in dem volumenstärksten M&A-

---

9 Siehe Jansen, Teil C.XIV. in diesem Handbuch sowie Müller-Stewens, Akquisitionen und der Markt für Unternehmenskontrolle: Entwicklungstendenzen und Erfolgsfaktoren, in: Management von Akquisitionen: Akquisitionsplanung und Integrationsmanagement, Kongressdokumentation zum 53. Deutschen Betriebswirtschafter-Tag 1999 hrsg. von Arnold Picot/Nordmeyer/Pribilla, Schriftenreihe der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. 2000, S. 41 ff.

Jahr aller Zeiten. Sie war vor allem durch die noch intensivere Globalisierung der Unternehmen sowie durch die boomenden internationalen Kapital- und Finanzmärkte gekennzeichnet, die auch bei milliardenschweren Transaktionsvolumina die Bezahlung der Akquisitionen durch Barmittel ermöglichte.

## f) Tendenzen für die Zukunft des M&A-Marktes

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 für das (unorganische) Unternehmenswachstum entwickelt haben,<sup>10</sup> war bereits nach der fünften M&A-Welle nicht mehr mit einem völligen Einbruch zu rechnen, sondern lediglich mit einer starken Abflachung, die sich bei einer erneuten Belegung der Konjunktur und des Kapitalmarktes wieder in einen Anstieg wandeln konnte. Am ehesten war es dabei der **US-Wirtschaft** zuzutrauen, den zündenden Funken für eine Wiederbelebung des Kapitalmarktes und damit des globalen M&A-Geschäftes 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 »**Sicherheitslemente**« 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 Verkaufsbereitschaft 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 machte. 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

---

10 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. 41 ff. sowie Gomez, Management des Unternehmens-Portfolios – Wertsteigerung durch Akquisition, S. 21 ff.

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 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 zu verzeichnenden sechsten M&A-Welle steht der Unternehmensmarkt der deutschen Familien- und Mittelstandsunternehmen zwar im Schatten der milliarden-schweren »Megadeals«, treibt aber die noch andauernde »**M&A-Welle**« kraftvoll voran und stellt die Unternehmen vor immer neue komplexe wirtschaftliche und rechtliche Herausforderungen.

Nach einer Umfrage des Manager-Magazins soll in den kommenden Jahren etwa jedes zweite deutsche Familien- und Mittelstandsunternehmen verkauft werden.<sup>11</sup> Die Übernahme eines Familien- oder Mittelstandsunternehmens ist nicht nur für die inländischen Wettbewerber dieser Unternehmen von Interesse. Vielmehr stößt der mittelständische deutsche Unternehmensmarkt bereits seit Anfang 2003 auf ein kontinuierlich steigendes Interesse ausländischer strategischer Investoren und Finanzinvestoren. Insgesamt wird der deutsche Transaktionsmarkt für Familien- und Mittelstandsunternehmen derzeit als sehr günstig eingeschätzt.<sup>12</sup>

Ursächlich für diese »gute Stimmung« sind insbesondere die folgenden Faktoren:

- 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,<sup>13</sup>
- das exzellente Know-how deutscher Unternehmen; z. B. in den Bereichen der Logistik, Informationstechnik sowie der Biotechnik- und Pharmabranche,
- das nach wie vor geschätzten Qualitätssiegels »Made in Germany«,
- das günstige Zinsniveau sowie
- die hohe Liquidität am Kapital- und Private-Equity-Markt.<sup>14</sup>

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 Familienun-

---

11 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).

12 Vgl. FAZ vom 31.05.2007, S. 15, Gute Zeiten für Unternehmensverkäufe.

13 Vgl. Keller in: M&A-Review, Heft 03/2007, S. 113.

14 Dazu eingehend Jens Moritz in: Gerhard Picot (Hrsg.), Handbuch für Familien- und Mittelstandsunternehmen, 2008, Teil VIII (siehe oben Fn. 5).

ternehmen 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.<sup>15</sup> 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 Mittelstandsunternehmen im Rahmen eines »Management Buy-in« (MBI) an externe Kandidaten und Private-Equity-Gesellschaften verkauft. Zugleich sind deutsche Familien- und Mittelstandsunternehmen bei internationalen (rasant zunehmend: chinesischen und indischen) strategischen Investoren und »Private Equity«-Fonds<sup>16</sup> 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 nicht zuletzt aufgrund der anstehenden Nachfolgeproblematik sowie der Notwendigkeit, sich verstärkt in globaleren Märkten zu etablieren, neue M&A-Impulse erzeugen.<sup>17</sup> Schließlich sind durch Unternehmenssteuerreform und Erbschaftsteuerreform weitere positive Signale für die M&A-Tätigkeiten der Unternehmen zu erwarten.<sup>18</sup> Vielfach handelt es sich auch um sog. **defensive Transaktionen** von Unternehmen, die im Rahmen von Restrukturierungen ihre Rationalisierung vorantreiben und ihre Kosten senken wollen.<sup>19</sup>

Insbesondere in den Branchen Automobilindustrie, Investitionsgüterindustrie, Chemie- und Pharma-Industrie, Energieversorgung, Banken und Versicherungen sowie der 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

---

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

16 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«).

17 Gerhard Picot/Dirk Classen, Mergers & Acquisitions als Management-Strategie für Familien- und Mittelstandsunternehmen, M&A-Review, Heft 4/2008, S. 173–177.

18 Siehe dazu eingehend den nachfolgenden Beitrag von Stephan Eilers/Anke Ortman, Teil A.IV.

19 Siehe hierzu das Beispiel des US-Konzerns Tyco International Ltd., der durch seine Zukauf-Strategie seinen Gewinn zuletzt um 30 % hat steigern können; s. Handelsblatt vom 04./05.01.2002, S. 16.

wie vor etwa jedes zweite Unternehmen dieser Branchen die Übernahme eines Wettbewerbers oder einen Unternehmenszusammenschluss. Zusätzliche Stimulanz erfährt der Markt durch die **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.

Insgesamt nehmen deutsche Unternehmen bei grenzüberschreitenden Transaktionen immer noch häufiger die Rolle des Zielobjektes als die Rolle des Übernehmers ein. Dabei setzt sich auch der Trend zu größeren Volumina bei den Transaktionen mit deutscher Beteiligung weiter fort. Während das Jahr 2007 ein Rekordjahr für den globalen M&A-Markt war, bietet das Jahr 2008 bislang kein einheitliches Bild und weist angesichts der Turbulenzen in den Kapital- und Finanzmärkten in die Richtung einer gewissen Abschwächung. Die vorliegenden Zahlen weisen erste Anzeichen dafür auf, dass der weltweite M&A-Markt zumindest im Hinblick auf die Anzahl der Transaktionen vorerst seinen Höhepunkt erreicht hat. Der Grund für die relativ geringere Anzahl der Transaktionen könnte darin liegen, dass die Zahl der erfolgreichen Transaktionen im Jahr 2007 im Vergleich zum Jahre 2006 um etwa 2 % gesunken ist.<sup>20</sup> Zudem können steigende Zinsen und eine Rückkehr des Risikobewusstseins zu einer Stagnierung des M&A-Booms führen. In Erinnerung des Crashes der Aktienmärkte im Jahre 2001 ist vor einer erneuten Überhitzung des Unternehmensmarktes zu warnen. Allerdings ist momentan nicht mit einem so drastischen Rückgang des Unternehmensmarktes wie in den Jahren 2002 und 2003, zu rechnen.

Ohne an dieser Stelle eine Gewichtung der Indizien und der Besonderheiten des deutschen Marktes wegen der Beteiligung der mittelständischen Unternehmen und der Familienunternehmen vorzunehmen, seien sie nachfolgend kurz zusammengefasst:

- Anzeichen globaler konjunktureller Erholung der Weltwirtschaft und positiver Impulse für die Aktienmärkte
- Schwierigkeiten der Unternehmen, bei global abnehmender wirtschaftlicher Dynamik aus eigener Kraft zu wachsen
- Abgeschlossene Implementierungen, Integrationen, Konsolidierungen aus der fünften M&A-Welle; zunehmende Transaktionsbereitschaft nach »Deal-Stau«
- Hohe Cash-Bestände der strategischen Investoren bei geringer Verzinsung am Geldmarkt
- Hohe Cash-Bestände der Finanzinvestoren und außerbörslichen Beteiligungs- bzw. Private-Equity-Gesellschaften bei geringer Verzinsung am Geldmarkt, und zwar (1) der Buy-out-Investitionen (2004: in Europa Zunahme um mehr als 25 Mrd. Euro auf 107 Mrd. Euro bei Fünf-Jahres-Renditen von ca. 10 %) und (2) der Venture-Capital-Investitionen; allerdings nur geringe Investitionsbereitschaft der sog. Wagniskapitalgeber in die sog. Frühphasenfinanzierung bei Gründungsgesellschaften (Syndrom des Neuen Marktes) (2004: lediglich ca. 300 Mio. Euro bei Fünf-Jahres-Renditen von ca. 2 %)

---

20 Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young <http://www.ey.com/global/content.nsf/Germany/Home> FAZ 05.09.2006.