

Werkzeugkasten M&A (Modul 1)

UNTERNEHMENSZUSAMMENSCHLÜSSE UND - KÄUFE: GRUNDLAGEN

Univ.-Prof. Dr. Marc Eulerich, Universität Duisburg-Essen

August 2023

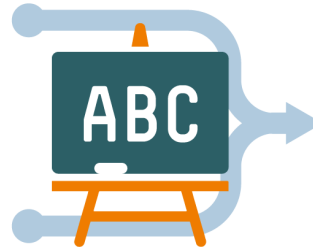
Mergers and Acquisitions stellen ein weitverbreitetes Instrument zur Verbesserung der Wettbewerbsposition dar. Häufig handelt es sich hierbei um zustimmungspflichtige Geschäfte, über deren Durchführung der Aufsichtsrat entscheiden muss.

Inhalt

1	Der M&A-Begriff	3
2	Formen von M&A	4
2.1	Unternehmenszusammenschluss	5
2.2	Unternehmenskäufe	7
3	Akteure im M&A-Markt	8
4	Motive für M&A	9
5	Motive für den Verkauf	11
6	Finanzierung	11
7	Was macht erfolgreiche M&A aus?	12
8	Wieso scheitern M&A?	13
9	Die zehn „Must-haves“ erfolgreicher M&A	14
10	Literatur	15
	Über den Autor	16

1 Der M&A-Begriff

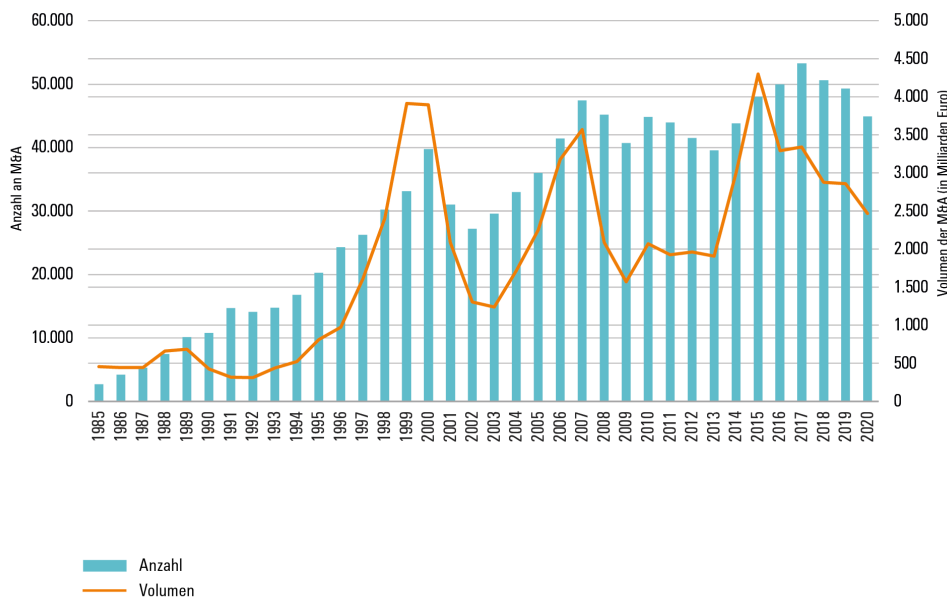
Mergers & Acquisitions (M&A) bezeichnet unterschiedliche Arten von Unternehmenszusammenschlüssen (Mergers) und Unternehmenskäufen (Acquisitions). M&A ist damit ein Sammelbegriff für Aktivitäten wie Akquisitionen, Übernahmen, Fusionen, Takeovers oder strategische Allianzen. Grundsätzlich haben all diese Arten von M&A gemein, dass es eine Übertragung von Leitungs-, Kontroll- und Verfügungsbefugnissen gibt. Entsprechend haben M&A meist einen enormen Einfluss auf die beteiligten Unternehmen und insbesondere auch für die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Daher sollten M&A-Aktivitäten immer sorgfältig abgewogen werden.



M&A sind ein häufiges Phänomen: Allein im Jahr 2020 gab es weltweit ungefähr 45.000 M&A im Volumen von fast 2,5 Billionen Euro. Deutschland ist dabei 2020 mit 1.880 M&A keine Ausnahme. Dennoch erregten in der Vergangenheit nur wenige große M&A das öffentliche Interesse. Dazu gehörten beispielsweise die Akquisitionen von Mannesmann durch Vodafone und Monsanto durch Bayer.

Anzahl und Volumen von M&A (weltweit)

Anzahl und Volumen von M&A (weltweit)

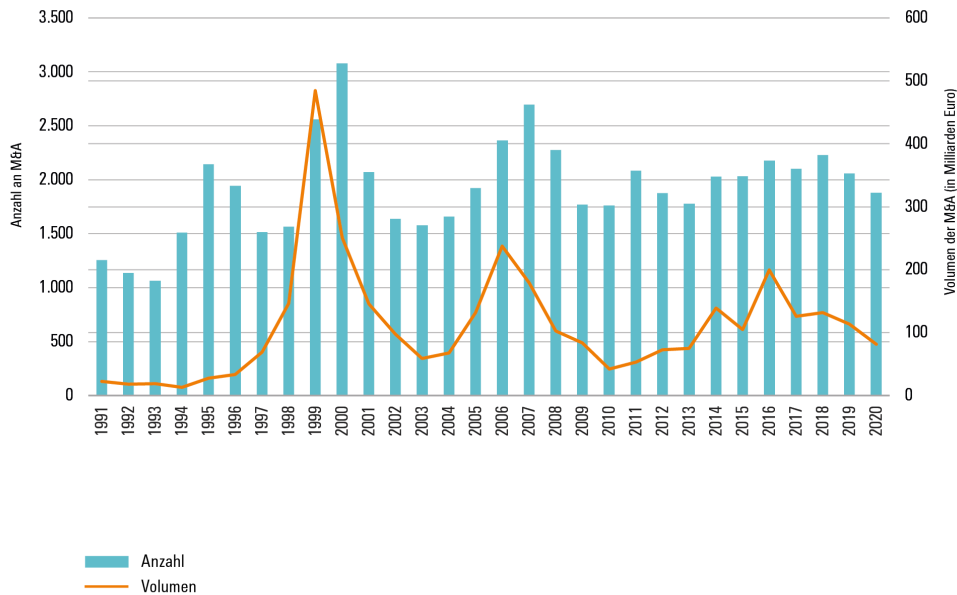


Quelle: eigene Darstellung

Hans Böckler
Stiftung

Anzahl und Volumen von M&A (Deutschland)

Anzahl und Volumen von M&A (Deutschland)



Quelle: eigene Darstellung

Hans Bockler
Stiftung

M&A mit dem größten Volumen (Deutschland)

Rang	Datum	Käufer	Verkäufer	Volumen in (Milliarden Euro)
1	1999	Vodafone AirTouch Plc	Mannesmann AG	204,79
2	2016	Bayer AG	Monsanto Co.	49,75
3	1998	Daimler-Benz AG	Chrysler Corp.	36,28
4	2016	Praxair, Inc.	Linde AG	33,8
5	1999	Mannesmann AG	Orange Plc	30,24
6	2000	Deutsche Telekom AG	VoiceStream Wireless Corp.	30,78
7	1999	Rhône-Poulenc S.A.	Hoechst AG	20,55
8	2006	Bayer AG	Schering AG	16,98
9	2001	Allianz AG	Dresdner Bank AG	22,48
10	2005	UniCredito Italiano S.p.A.	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	15,07

2 Formen von M&A

M&A nehmen sehr unterschiedliche Formen an, die sich wiederum hinsichtlich der Motive, der Abläufe, der Wirkung auf die beteiligten Unternehmen

und der Auswirkungen auf Arbeitnehmer deutlich unterscheiden können. Um die Interessen der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer (und auch des Unternehmens) im M&A-Prozess wirkungsvoll vertreten zu können, ist es daher notwendig, die unterschiedlichen Formen von M&A zu verstehen.

Grundsätzlich kann zwischen Unternehmenszusammenschlüssen (Mergers) und Unternehmenskäufen (Acquisitions) unterschieden werden.

Die Rolle der Mitbestimmung

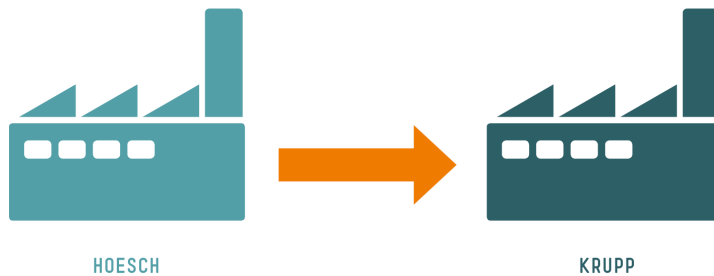
M&A können als zustimmungspflichtige Geschäfte im Rahmen der Satzung oder durch Entscheidung des Aufsichtsrats deklariert werden. In dem Fall muss der Aufsichtsrat über die Durchführung von M&A entscheiden. Aber auch sonst ist es sinnvoll, M&A im Rahmen der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats kritisch zu begleiten. Außerdem stellen M&A Betriebsänderungen dar und sind somit auch für die betreffenden Betriebsräte von Interesse. Eine Liste mit den relevanten Informationen aus Sicht der Mitbestimmung ist unter diesem [→ Link](#) zu finden.

2.1 Unternehmenszusammenschluss

Unter einem Unternehmenszusammenschluss (Merger) versteht man die Zusammenführung von mindestens zwei Unternehmen, von denen mindestens eins seine rechtliche und wirtschaftliche Selbstständigkeit aufgibt. Häufig werden in diesem Zusammenhang auch die Begriffe „Verschmelzung“ oder „Fusion“ verwendet. Das Umwandlungsgesetz unterscheidet zwischen zwei Arten von Unternehmenszusammenschlüssen:

Bei der **Fusion durch Aufnahme** schließen sich in der Regel zwei Unternehmen zusammen und eines davon verliert seine wirtschaftliche und rechtliche Selbstständigkeit. In dem Prozess wird das eine Unternehmen auf das andere – inklusive seiner bestehenden Arbeitsverhältnisse – übertragen. Mitbestimmungsstrukturen wie der Gesamtbetriebsrat, Wirtschaftsausschuss oder Aufsichtsrat gehen dabei jedoch verloren.

Ein Beispiel für eine Fusion durch Aufnahme ist die Aufnahme von Hoesch durch Krupp 1992.

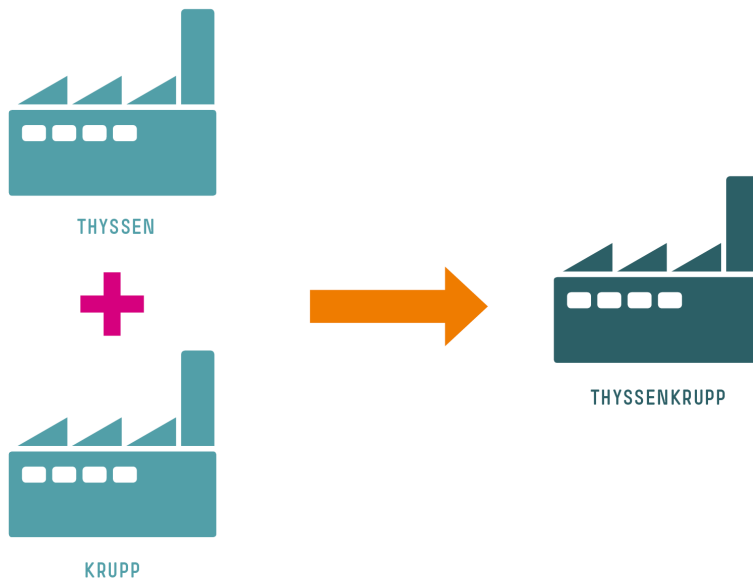


Quelle: eigene Darstellung

Hans Böckler
Stiftung 

Bei der **Fusion durch Neugründung** verlieren beide Unternehmen ihre rechtliche und wirtschaftliche Selbstständigkeit und werden zu einem neuen Unternehmen verschmolzen. Das Vermögen sowie bestehende Arbeitsverhältnisse gehen dabei ebenfalls auf das neu gebildete Unternehmen über.

Ein Beispiel für eine Fusion durch Neugründung ist der Zusammenschluss von Thyssen und Krupp zu ThyssenKrupp 1998.



Quelle: eigene Darstellung

Hans Böckler
Stiftung 

Unternehmenskooperationen

Im weitesten Sinn können auch Kooperationen zu den Unternehmenszusammenschlüssen gezählt werden. Hier arbeiten Unternehmen freiwillig zusammen und bleiben rechtlich sowie wirtschaftlich in den nicht kooperierenden Einheiten selbstständig. Dazu zählen Joint Ventures und strategische Allianzen sowie weniger strategische Kooperationsformen wie Interessengemeinschaften, Wirtschaftsverbände, Kartelle und Konsortien.

2.2 Unternehmenskäufe

Von einem Unternehmenskauf (Akquisition) spricht man, wenn ein Unternehmen Eigentumsrechte (Anteile oder Vermögen) an einem anderen Unternehmen erwirbt. Erwirbt ein Unternehmen beispielsweise die Mehrheit der Anteile an einem anderen Unternehmen (Target), hat es in der Folge die Möglichkeit, einen beherrschenden Einfluss auf das andere Unternehmen auszuüben. Dieses bleibt jedoch ein rechtlich selbstständiges Unternehmen.

Unternehmenskäufe können beispielsweise in **Asset Deals** (Vermögenserwerb) und **Share Deals** (Beteiligungserwerb) unterschieden werden. Der Asset Deal stellt eine Übernahme von bestimmten Vermögensgegenständen, Gütern oder immateriellen Vermögenswerten in das Betriebsvermögen des Erwerbers dar. Hierbei werden alle Aktiva und Passiva in der Bilanz des

Käufers bilanziert. Der Share Deal ist die mehrheitliche Übernahme von Anteilen (z.B. Aktien) durch den Erwerber. Die bilanziellen Auswirkungen sind allerdings eher gering, da Aktiva und Passiva nicht in die Käuferbilanz übernommen werden.

Asset Deal oder Share Deal?

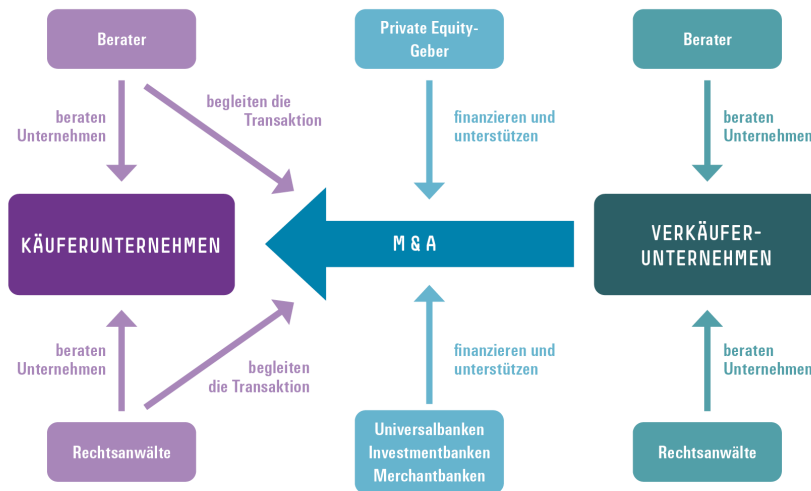
Bei einem Share Deal besteht immer die Gefahr, versteckte Risiken mitzukaufen. Daher ist ein Asset Deal für Käufer in der Regel zu bevorzugen. Der Share Deal hingegen ist aus Sicht des Verkäufers zu präferieren, da er die Möglichkeit bietet, das Unternehmen in seiner aktuellen oder einer ähnlichen Form weiterzuführen.

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ist das Einverständnis des gekauften Unternehmens. Bei einem **Friendly Takeover** genehmigt das Management des Zielunternehmens den Kauf und verhandelt mit dem Management des anderen Unternehmens über einen Kaufpreis, der anschließend den Anteilseignern empfohlen wird. Bei einem **Hostile Takeover** (häufig auch als „feindliche Übernahme“ bezeichnet) wird hingegen ein Übernahmever such gegen den Willen der Leitung des Targets eingeleitet. Ein befristetes öffentliches Übernahmeangebot wird direkt seinen Aktionären gegenüber ausgesprochen.

3 Akteure im M&A-Markt

Durch die große Zahl von M&A und die hohen Beträge, die dabei gezahlt werden, hat sich ein regelrechter M&A-Markt etabliert. Die Akteure in diesem Markt haben unterschiedliche Funktionen:

- Verkürzung der Prozesslaufzeiten
- Vermeidung strategischer, steuerlicher, rechtlicher und finanzieller Nachteile
- Erhöhung der Markttransparenz
- Objektivierung und kritische Überprüfung der eigenen Sichtweise
- Flexibler Ausgleich personeller Kapazitätsengpässe



Quelle: Eulerich (2009)

Hans Böckler
Stiftung

4 Motive für M&A

Für M&A gibt es sehr viele und sehr unterschiedliche Motive. Entsprechend fällt es auch schwer, die Vorteilhaftigkeit von M&A allgemein zu bewerten. Aufsichtsräte sollten sich der unterschiedlichen Motive für M&A bewusst sein, um zu verstehen,

- ob M&A-Aktivitäten im Interesse des Unternehmens und der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer sind,
- ob sich die Ziele auch mit anderen Maßnahmen erreichen lassen und
- um nach erfolgreichem Abschluss überprüfen zu können, inwiefern die Erwartungen erfüllt werden konnten.

Effizienztheorie

M&A werden häufig mit dem Ziel, Synergieeffekte zu erzielen, durchgeführt. Hierbei unterscheidet man zwischen finanziellen Synergieeffekten (zum Beispiel Risikostreuung), operativen Synergien (zum Beispiel Vermeidung von Doppelfunktionen), führungsbezogenen Synergien (zum Beispiel Verbesserung der Managementkompetenz) sowie strategischen Synergien (zum Beispiel Zugang zu Technologien).

Ressourcen-/kompetenzorientierter Ansatz

Der Erfolg eines Unternehmens bestimmt sich wesentlich aus dessen Ressourcen und Kompetenzen. M&A versetzt Unternehmen in die Lage, weitere

Ressourcen und/oder Kompetenzen zu akquirieren, mit denen Wettbewerbsvorteile aufgebaut werden können und Wachstum ermöglicht wird.

Bewertungstheorie

Der Grundgedanke der Bewertungstheorie ist, dass das Management einen Bewertungsunterschied zwischen dem aktuellen Marktwert und dem tatsächlichen Marktwert eines Unternehmens identifiziert. Glaubt das Management, der Kaufpreis des Targets sei geringer als sein tatsächlicher Wert, kann es durch die Transaktion Nutzen in Höhe der stillen Reserven erzielen.

Raidertheorie

Die Raidertheorie basiert auf der Annahme, dass Unternehmen M&A durchführen, um die Targets anschließend gewinnbringend weiterzuverkaufen. Sogenannte Corporate Raider können beispielsweise verdeckt große Anteile an einem Unternehmen erwerben und mit der Übernahme drohen. Um dies zu verhindern, muss das Target zum Beispiel Anteile zurückkaufen, wodurch der Kurs steigt und der Corporate Raider seine Anteile wiederum mit Gewinn verkaufen kann (sogenanntes Greenmailing). Ein anderes Instrument ist das Asset Stripping, bei dem Corporate Raider ertragsschwache, aber substanzstarke Unternehmen erwerben und die einzelnen Einheiten separat zu einem höheren Preis verkaufen, als das Gesamtunternehmen vorher wert war.

Wellentheorie

Aus einer volkswirtschaftlichen Perspektive treten M&A häufig in Wellen auf. M&A sind demnach ein zyklisches Phänomen, das durch makroökonomische Veränderungen ausgelöst wird.

Monopoltheorie

Unternehmen können M&A zur Erlangung einer monopolartigen Marktmacht nutzen. M&A erlauben ihnen, Einfluss auf die Marktstruktur, das Marktverhalten sowie die Leistung des Marktes zu nehmen und bestehende Marktmechanismen auszusetzen.

Hybris-Theorie

M&A können durch persönliche Interessen des Managements motiviert sein. Beispielsweise können M&A-Aktivitäten durchgeführt werden, um das Ansehen des Managements zu verbessern; relativ hohe Kaufpreise können auch das Ergebnis von Selbstüberschätzung sein.

Empire-Building-Theorie

Manager können M&A im Eigeninteresse durchführen, um ihr „Empire“ zu vergrößern. Die bloße Vergrößerung des Unternehmens, ohne dass dieses rentabler wird, ist zwar nicht im Interesse der Anteilseigner, erhöht aber das Ansehen des Managers. Die Leitung eines größeren Unternehmens ist zudem häufig mit einer höheren Vergütung verbunden.

Steuervorteile

Ein zumindest zusätzlich motivierender Faktor für M&A kann ihre Steuerwirkung sein. M&A erlauben Unternehmen unter Umständen, den Steueraufwand zu reduzieren, indem etwa Verlustvorträge genutzt werden, Abschreibungen ermöglicht oder Gewinne in Niedrigsteuerländer verlagert werden. Zudem sind bei fremdfinanzierten M&A die anfallenden Zinsaufwendungen steuerlich abzugsfähig.

5 Motive für den Verkauf

Häufig werden M&A aus der Sicht des Käufers betrachtet, der durch eine Transaktion eine noch bessere Position im Markt erreichen will, mehr Ressourcen und Kompetenzen akquirieren, weitere Märkte erschließen und Synergiepotenziale ausnutzen möchte. Doch auch für Verkäufe gibt es nachvollziehbare und sinnvolle Motive. Arbeitnehmervertreter müssen hier besonders gut abwägen, inwiefern ein Verkauf Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in der zu verkaufenden Einheit betrifft und in welchem Umfang ein Verkauf Arbeitsplätze im verbleibenden Unternehmen sichern kann. Die wesentlichen Motive für Verkäufe sind:

- Fokussierung auf das Kerngeschäft des Unternehmens durch Veräußern von Einheiten, die für das Kerngeschäft nicht zwangsläufig notwendig sind (zum Beispiel Tochtergesellschaften, die in anderen Branchen aktiv sind);
- Nachfolgeprobleme in der entsprechenden Einheit;
- Konfliktsituationen zwischen Gesellschaftern;
- finanzielle Schieflage.

6 Finanzierung

Ein wichtiger Aspekt von M&A ist die Finanzierung. Für die Beurteilung von M&A ist es notwendig, zu verstehen, wie diese finanziert werden sollen, da dies einen sehr großen Einfluss auf die finanzielle Stabilität des Käufers und damit auch auf die Sicherheit von Arbeitsplätzen haben kann. Dabei ist zwischen zwei Finanzierungsarten zu unterscheiden: Außen- und Innenfinanzierung. In der Regel stehen die beiden Finanzierungsarten nicht isoliert nebeneinander, sondern werden gemeinsam angewendet. Für Aufsichtsräte ist insbesondere das Verhältnis der beiden Finanzierungsformen von Interesse.

Bei der **Außenfinanzierung** werden benötigte Finanzmittel aus unternehmensexternen Quellen bereitgestellt. In Einzelnen kann eine Außenfinanzierung in Form einer Fremdkapitalfinanzierung stattfinden, also durch die Aufnahme von Krediten, oder in Form einer Eigenkapitalfinanzierung, also zum Beispiel durch Eigenkapitaleinlagen. Die Fremdfinanzierung ist zwar normalerweise relativ günstig, je nach Höhe der Kreditaufnahme kann sich dadurch aber die Verschuldungsquote deutlich erhöhen. In der Folge kann es schwieriger für das Unternehmen werden, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen,

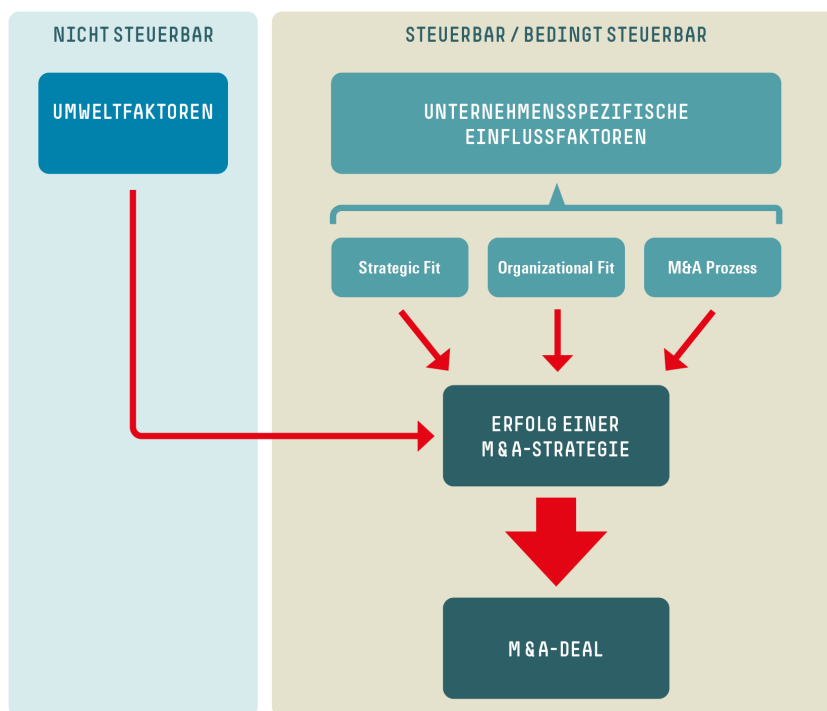
und auch der Zinsaufwand kann sich deutlich erhöhen; bestehende Kredite können zudem „teurer“ werden, wenn variable Zinsen verhandelt wurden.

Im Gegensatz dazu werden die benötigten Finanzmittel bei der **Innenfinanzierung** im Unternehmen selbst erwirtschaftet. Dies kann etwa in Form von einbehaltenen Gewinnen (Eigenfinanzierung) oder aus Rückstellungen (Fremdfinanzierung) stattfinden.

7 Was macht erfolgreiche M&A aus?

M&A sind in der Praxis meistens extrem komplex und bergen daher ein hohes Misserfolgsrisiko. Grundsätzlich wird der Erfolg von M&A durch die Umwelt und das Unternehmen selbst bestimmt. Die Umweltfaktoren sind nicht steuerbar, aber alle unternehmensspezifischen Faktoren lassen sich vom Unternehmen direkt steuern beziehungsweise sollten vom Aufsichtsrat unbedingt berücksichtigt werden.

Determinanten erfolgreicher M&A



Quelle: eigene Darstellung

Hans Böckler
Stiftung

Zudem sollten Aufsichtsräte bei der Entscheidung, ob sie M&A-Aktivitäten zustimmen oder widersprechen sollen, folgende drei Aspekte beachten:

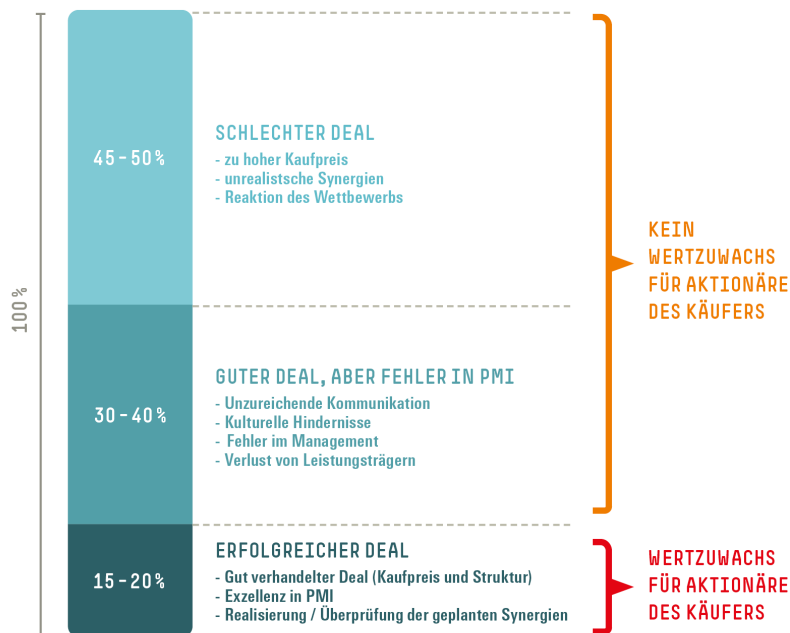
- 1. Wirtschaftliche Logik.** Sind die Motive für die Transaktion nachvollziehbar? Lassen sich die erhofften Ziele wirklich realisieren? Ist das Management diszipliniert bei der Suche nach Targets (Strategic Fit, ausführliche Due Diligence, Synergien, Managementkompetenzen) oder befindet es sich im „Dealieber“?

2. **Adäquater Kaufpreis.** Sind die Bewertungsmethoden seriös? Sind die Annahmen bei der Bewertung realistisch? Ist der Nutzen wirklich größer als der Kaufpreis?
3. **Integration.** Gibt es eine plausible Strategie für die Integration? Sind die Integrationskosten berücksichtigt?

8 Wieso scheitern M&A?

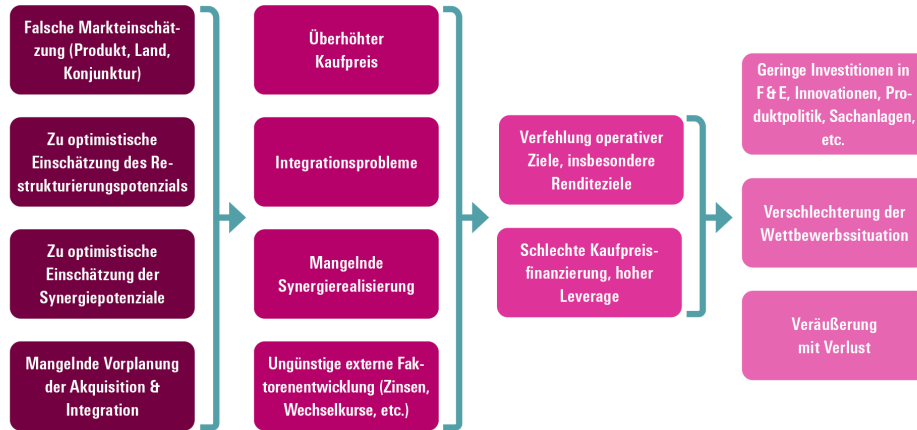
In der Regel gelten 15 bis 20 Prozent der M&A als erfolgreich, während 45 bis 50 Prozent der M&A scheitern. Hierfür gibt es sehr viele unterschiedliche Ursachen.

Erfolgsquoten von M & A



Quelle: Müller-Stewens et al. (2010)

Hans Böckler
Stiftung



Quelle: Eiffe et al. (2014)

Hans Böckler
Stiftung

9 Die zehn „Must-haves“ erfolgreicher M&A

Obwohl M&A sehr komplexe Unternehmensaktivitäten sind, die aus den unterschiedlichsten Gründen scheitern können, gibt es zehn „Must-haves“, Aspekte, die unbedingt beachtet werden sollten. Aufsichtsräte sollten M&A-Vorhaben auf Basis dieser Aspekte bewerten, um schnell zu erkennen, welche M&A ein hohes Risiko für das Unternehmen bergen:

1. **Verknüpfung von M&A und Unternehmensstrategie.** Baut die M&A-Strategie auf der Unternehmensstrategie auf? Hilft das jeweilige M&A-Vorhaben dabei, die Wettbewerbsposition zu verbessern?
2. **Identifikation der Werttreiber.** Was sind die Werttreiber der Transaktion? Welche Ziele sollen durch die Transaktion erfüllt werden?
3. **Transparente Entscheidungsprozesse.** Auf welcher Basis wurden die Targets ausgewählt? Wie sorgfältig wurde das Target geprüft? Wie wurde das Unternehmen bewertet? Wie ist der Kaufpreis zustande gekommen?
4. **Einbindung des CEO/Topmanagements.** Sind der CEO oder das Topmanagement involviert? Wurde das Vorhaben von Bereichsleitern initiiert und ist es im Interesse des Gesamtunternehmens?
5. **Einbindung der Geschäftsbereiche.** Sind betroffene Geschäftsbereiche eingebunden worden? Sind erhoffte Synergiebereiche in den Geschäftsbereichen aus Sicht der verantwortlichen Manager realistisch?

6. **Zusammenarbeit von M&A-Abteilung und Strategieabteilung.** Arbeiten die M&A-Abteilung und die Strategieabteilung zusammen? Lassen sich strategische Ziele auch anders erreichen? Sind die M&A-Ziele und die strategischen Ziele aufeinander abgestimmt?
7. **Erfahrenes M&A-Team.** Hat das M&A-Team ausreichend Kompetenzen für das jeweilige Vorhaben? Müssen externe Berater hinzugezogen werden?
8. **Leistungskontrollen und Lernmechanismen.** Kann die Vorteilhaftigkeit der Transaktion anschließend geprüft werden? Gibt es Mechanismen, Erkenntnisse aus der Transaktion zu speichern und für spätere Vorhaben verfügbar zu machen?
9. **Nutzung von leistungsstarken Tools.** Werden potenzielle Targets auf Basis aktueller und umfangreicher Datenbanken ausgesucht? Werden leistungsstarke Tools im Rahmen der Due Diligence eingesetzt?
10. **Frühzeitige Integrationsplanung.** Gibt es Pläne für die Integration? Wie umfangreich ist die Integrationsplanung?

10 Literatur

Behringer, S. (2013). Unternehmenstransaktionen: Basiswissen, Unternehmensbewertung, Ablauf von M&A. Berlin: Erich Schmidt Verlag.

Eulerich, M. (2009). Strategische Planung, Steuerung und Kontrolle von Mergers & Acquisitions: M&A-Controlling, M&A-Risikomanagement, Praxiswissen. Frankfurt a. M.: Peter Lang.

Eulerich, M.; Fligge, B.; Scholz, R.; Vitols, S.; Campagna, S. (2022). → **Unternehmenskäufe und -übernahmen in Deutschland: Entwicklung, Goodwill und Mitbestimmung.** Düsseldorf: Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U) der Hans-Böckler-Stiftung.

Eulerich, M.; Kopp, R.; Fligge, B. (2022). → **Mergers and Acquisitions Research – A Bibliometric Analysis.** European Management Journal.

Welge, M.K.; Al-Laham, A.; Eulerich, M. (2017). Strategisches Management. Wiesbaden, SpringerGabler.

Über den Autor

Prof. Dr. Marc Eulerich ist Lehrstuhlinhaber an der Mercator School of Management der Universität Duisburg-Essen und besetzt dort den Lehrstuhl für Interne Revision. Neben der Internen Revision erforscht er insbesondere die Bereiche Unternehmensstrategie und Corporate Governance.

Kontakt

Impressum

Erschienen im Mitbestimmungsportal, dem Infoservice der Hans-Böckler-Stiftung für die Mitbestimmungspraxis.

Online-Fassung und weitere Themen unter www.mitbestimmung.de/werkzeug

Kontakt:

Michael Stollt
Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Straße 18
40474 Düsseldorf
mitbestimmungsportal@boeckler.de

Hans-Böckler-Stiftung,
August 2023