Edition Frankfurt School

Christoph Schalast
Lutz Raettig *Hrsg.*

Grundlagen des M&A-Geschäftes

Strategie – Recht – Steuern

2. Auflage

Frankfurt School Verlag

Springer Gabler

Edition Frankfurt School

Weitere Bände in der Reihe http://www.springer.com/series/16192

Christoph Schalast · Lutz Raettig
(Hrsg.)

Grundlagen des M&A-Geschäftes

Strategie - Recht - Steuern

2., aktualisierte und erweiterte Auflage

Springer Gabler

Hrsg.
Christoph Schalast
Frankfurt School of Finance & Management
Frankfurt am Main, Deutschland

Lutz Raettig
Morgan Stanley Bank AG
Frankfurt am Main, Deutschland

ISSN 2524-700X ISSN 2524-7018 (electronic)
Edition Frankfurt School
ISBN 978-3-658-23893-3 ISBN 978-3-658-23894-0 (eBook)
https://doi.org/10.1007/978-3-658-23894-0

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie;detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Springer Gabler
1. Aufl: © Frankfurt School Verlag, Frankfurt am Main 2013
2. Aufl: © Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2019
Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.
Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.
Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature
Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

In Gedenken an
Mario Schmidt (1968-2018)

Vorwort

Nun hat es doch etwas länger gedauert als ursprünglich gedacht: Sechs Jahre sind vergangen, seitdem die erste Auflage des Buches „Grundlagen des M&A-Geschäftes" erschienen ist. Doch diese sechs Jahre haben natürlich auch etwas Gutes, der M&A-Markt hat sich in der Zeit nicht nur geändert, sondern er steht national wie international sehr viel stärker da als noch im Jahr 2012. Damals war er noch immer geprägt von den Nachwirkungen der Lehman-Insolvenz und die dadurch ausgelöste Bankenkrise sowie dem Ende der 6. M&A-Welle im Sommer 2007, die v.a. durch eine Rallye der Finanzinvestoren geprägt war.

Der M&A-Markt im Jahr 2018 präsentiert sich dagegen bunter und vielfältiger. Weiterhin sind natürlich zahlreiche Private Equity Funds aktiv, weiterhin gibt es Secondaries und Tertiaries, aber darüber hinaus sind sehr viele strategische Investoren mit „tiefen Taschen" aktiv. Deutsche Unternehmen wie etwa Bayer wagen sich mit dem Monsanto-Deal in neues Terrain, und verstärkt sehen wir chinesische Investitionen in Deutschland, was sogar erstmals zu Eingriffen durch die Bundesregierung geführt hat. All dies zeigt, M&A ist den letzten sechs Jahren (erneut) spannender geworden.

Dies ist auch der Hintergrund dafür, dass sich der M&A-Studiengang der Frankfurt School of Finance & Management inzwischen etablieren konnte. Im Herbst 2018 hat die Class 2018 ihr Studium aufgenommen, der 14. Jahrgang seit unserem Startschuss 2005. Die aus dem Studiengang hervorgegangene und damit weiter eng verbundene M&A-und-Private-Equity-Konferenz fand im September 2018 nunmehr zum 12. Mal statt. Sie hat sich als eines der wichtigen Branchentreffen etabliert, wobei ihre Besonderheit die Präsentation der besten Master-Thesen des Studiengangs bleibt, verbunden mit dem Ziel eines schnellen Wissenstransfers aus der Forschung in die Praxis.

Die von uns nunmehr fertiggestellte 2. Auflage des Handbuchs „Grundlagen des M&A Geschäftes" ist mit dem Studiengang und der Konferenz ebenfalls eng verzahnt. Heute sind über 80 führende M&A-Professionals gemeinsam mit der Frankfurt-School-Faculty als Dozenten des Studiengangs aktiv und ein guter Teil von ihnen hat an der Überarbeitung des vorliegenden Grundlagenbuchs mitgewirkt. Die Beiträge sind insoweit von der Praxiserfahrung der Autoren, aber auch den immer anregenden Diskussionen mit den Studenten über dieses Wissen und die von ihnen vermittelten Lehrinhalte geprägt. Allein dies gibt dem vorliegenden Werk einen eigenständigen Platz in der vielfältigen M&A-Literatur.

Unser bester Dank gilt allen Autoren, die die Mühe auf sich genommen haben, neben der täglichen Transaktionsarbeit ihren Beitrag neu zu schreiben oder aber zu überarbeiten. Dem Verlag, insbesondere Dr. Thomas Lorenz, danken wir für seinen Langmut mit den immer von Zeitnot geplagten Autoren und Herausgebern. Wir denken aber, die Mühe hat sich gelohnt.

Alle Beiträge sind auf dem Stand vom 30.08.2018 und natürlich beabsichtigen wir, die 3. Auflage in einem etwas kürzeren Abstand zu publizieren, denn gerade M&A als Praxisphänomen ist einer dauernden Veränderung unterworfen. Die Autoren und die Herausgeber freuen sich über Anregungen, Kritik sowie Hinweise auf fehlende Inhalte oder aktuelle Entwicklungen. Jeder Autor ist dabei für seinen Beitrag selbst verantwortlich.

Frankfurt am Main, im Dezember 2018

Prof. Dr. Christoph Schalast
Dr. Lutz Raettig

Inhaltsverzeichnis

Vorwort VII
Inhaltsverzeichnis IX
Herausgeber- und Autorenverzeichnis XIII

M&A-Markt und M&A-Studium 1
Christoph Schalast

Strategische Aspekte von M&A-Transaktionen 17

M&A-Strategien bei Käufern und Verkäufern 19
Christof von Dryander/Lutz Raettig

Unternehmensbewertung 37
Anke Nestler

Kommunikation als Erfolgsfaktor bei M&A-Transaktionen 57
Sabine Morgenthal/Philipp Schüler

M&A-Prozess 85

Deal-Management 87
Thomas Meyding/Anne Meckbach

Due Diligence 107
Christoph Schalast/Ariane Musil

Steuerliche Gesichtspunkte bei M&A-Transaktionen 137
Volker Bock

Private Equity 171
Christoph Schalast/Gregor Wedell

Konzernrechnungslegung nach IFRS im Zusammenhang mit Unternehmenserwerben 207
Christoph Weber

Take-overs (Öffentliche Übernahmen) 243
Christian Cascante/Jochen Tyrolt

Carve-out 291
Michael Brauer/Karsten Hollasch/Jörg Niemeyer/Michael von Rüden

Rechtliche Aspekte des M&A-Geschäftes 319

Unternehmensrecht bei M&A-Transaktionen 321
Julia Redenius-Hövermann

Unternehmenskaufvertrag 383
Mario Schmidt

Kartellrecht im M&A-Prozess 431
Daniela Seeliger/Dorothee de Crozals

Corporate Governance und regulatorische Aspekte bei M&A-Transaktionen im deutschen Finanzmarkt 463
Jasmin Kölbl-Vogt

Finanzierung von M&A-Transaktionen 485

Bedeutung des Senior-Kredits für den M&A-Prozess. 487
Sebastian Bock

Initial Public Offering. 521
Markus Pfüller

Venture-Capital-Transaktionen am Beispiel einer Erstrundenfinanzierung 559
Hassan Sohbi

Mezzanine, Second-Lien- und High-Yield-Finanzierungen. 579
Dirk-Peter Flor/Manfred Heemann

Leverage-Buy-out-Strukturen 609
Oliver Diehl

Distressed M&A 627
Sven Tischendorf

Anleihen zur Finanzierung von M&A 651
Martin Faust

Post Merger Integration 671

Post Merger Integration 673
Frank Claassen/Henning Elbeshausen/Johannes Gerds

Herausgeber- und Autorenverzeichnis

Sebastian Bock	Partner, Noerr LLP, Frankfurt am Main
Volker Bock	Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwalt, Partner, Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Eschborn
Dr. Michael Brauer	Partner, Deloitte GmbH, Düsseldorf
Dr. Christian Cascante	LL.M. (Univ. of Chicago), Partner Corporate/M&A, Gleiss Lutz, Frankfurt am Main
Dr. Frank Claassen	VP Finance Europe, Beiersdorf AG, Hamburg
Dorothee de Crozals	Rechtsanwältin, Managing KML, Linklaters, Düsseldorf
Oliver Diehl	Managing Director, BERENBERG, Frankfurt am Main
Dr. Henning Elbeshausen	Head of Supply Chain Controlling Southern Europe, Beiersdorf SpA, Mailand
Prof. Dr. Martin Faust	Professor für Bankbetriebslehre, Finance Department, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main
Dirk-Peter Flor	Partner/Rechtsanwalt, Reed Smith LLP, Frankfurt am Main
Dr. Johannes Gerds	InnoCorp. GmbH, Düsseldorf
Dr. Manfred Heemann	Abteilungsleiter Abwicklung Grundsatz, Recht und Gremien, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin), Frankfurt am Main
Karsten Hollasch	Dipl. Ökonom, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Partner | Financial Advisory, Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
Dr. Jasmin Kölbl-Vogt	Mitglied des Vorstands, Citigroup Global Markets Europe AG, Frankfurt am Main

Dr. Anne Meckbach	Senior Legal Counsel Corporate Law M&A, ProSiebenSat.1 Media SE, Unterföhring
Dr. Thomas Meyding	Partner, Member of Corporate/M&A Group CMS Hasche Sigle, Stuttgart
Sabine Morgenthal	Partner, Brunswick Group, Frankfurt am Main
Dr. Ariane Musil	Senior Counsel, First Data, Sydney, Australien
Dr. Anke Nestler	ö.b.u.v. Sachverständige für Unternehmensbewertung, VALNES Corporate Finance GmbH, Frankfurt am Main
Jörg Niemeyer	Partner | Financial Advisory, Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf
Markus Pfüller	Partner, SZA Schilling, Zutt & Anschütz Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Frankfurt am Main
Dr. Lutz Raettig	Aufsichtsratsvorsitzender, Morgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main
Prof. Dr. iur. habil. Julia Redenius-Hövermann	LL. M., Professorin für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main
Prof. Dr. Christoph Schalast	Rechtsanwalt, Notar, Schalast & Partner, Frankfurt am Main; Academic Director Master of Mergers & Acquisitions, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main
Mario Schmidt († 2018)	Rechtsanwalt, Managing Partner Germany, Willkie Farr & Gallagher LLP, Frankfurt am Main
Dr. Philipp Schüler	Director, Brunswick Group, Frankfurt am Main
Prof. Dr. Daniela Seeliger	Rechtsanwältin, Partnerin, Linklaters, Düsseldorf
Hassan Sohbi	Rechtsanwalt/Partner, Taylor Wessing Partnerschaftsgesellschaft mbB, Frankfurt am Main

Dr. Sven Tischendorf	Managing Partner, AC Tischendorf Rechtsanwälte Partnerschaft mbB, Frankfurt am Main
Dr. Jochen Tyrolt	Partner Corporate/M&A, Gleiss Lutz, Stuttgart
Christof von Dryander	Senior Counsel, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, Frankfurt am Main
Dr. Michael von Rüden	LL.M. (USA), Partner, Deloitte Legal, Düsseldorf
Dr. Christoph Weber	Abteilungsleiter Konzern/Grundsatz, Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba), Frankfurt am Main/Erfurt
Gregor Wedell	Partner, Schalast & Partner, Frankfurt am Main

M&A-Markt und M&A-Studium

Christoph Schalast

1 Einleitung

2 M&A-Studium

3 M&A-Forschung

4 M&A-Studiengang der Frankfurt School of Finance & Management

5 Ausblick: M&A Carrer Support

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2019
C. Schalast und L. Raettig (Hrsg.), *Grundlagen des M&A-Geschäftes*, Edition Frankfurt School, https://doi.org/10.1007/978-3-658-23894-0_1

1 Einleitung

Nahezu abrupt kam die 6. M&A-Welle (Abbildung 1) im Sommer 2007 und endgültig nach der Lehman-Insolvenz im September 2008 zum Erliegen aufgrund des dramatischen Einbruchs bei Leveraged-Buy-out-Finanzierungen (LBO). Es folgten einige „magere" Jahre, aber schon schnell wurde im Markt diskutiert, ob und unter welchen Voraussetzungen eine 7. M&A-Welle denkbar ist.

Die Wellen-Theorie von Günter Müller-Stewens beruht auf der Annahme, dass es in der Vergangenheit immer wieder spezifische Treiber für eine signifikante Zunahme der M&A-Aktivitäten v.a. in den USA gab.[1] Solche Treiber waren in der Vergangenheit Phänomene wie die Konglomeratsbildung in den 1960er/1970er Jahren, Liberalisierung und Deregulierung verbunden mit der beginnenden Globalisierung in den 1990er Jahren oder aber der Siegeszug von Private Equity zwischen 2003 und 2007, der bekanntlich zu einem Allzeit-M&A-Hoch im Mai 2007 führte.

Dabei gibt es derzeit eine ganze Reihe von Hypothesen, was eine 7. Welle auslösen könnte.[2] Nachdem zunächst Themen wie Cleantec – erneuerbare Energien – und Elektromobilität diskutiert wurden,[3] wird zunehmend deutlich, dass wir uns derzeit in einer ganz spezifischen M&A-Phase befinden. Diese ist vorrangig geprägt durch extrem viel Liquidität – Liquidität, die von Unternehmen, d.h. strategischen Investoren aber auch Finanzinvestoren, in den Jahren der Krise gesammelt wurde und jetzt in Mega-Deals, wie etwa Bayer/Monsanto, investiert werden. Hinzu kommt, dass angesichts der Geldschwemme der wichtigsten Notenbanken verbunden mit der Nullzinspolitik zahlreiche institutionelle Investoren nach Anlagemöglichkeiten suchen. Eine Option sind hier eindeutig Alternative Investments, wie Risikokapital oder Venture Capital.[4]

In diese Asset-Klassen fließen daher weiter und zunehmend erhebliche Summen und im Zusammenhang mit billig verfügbarem Fremdkapital sind wieder hohe Leverage-Faktoren möglich. Auf der anderen Seite sind aber die Preise derzeit außergewöhnlich hoch, es ist also wichtig, sich das Asset sehr genau anzusehen und seine Entwicklungsmöglichkeiten, sei es durch einen Strategen (Synergien) oder einen Finanzinvestor (Fokussierung

---

[1] Müller-Stewens, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hg.), Mergers & Acquisitions, 2. Aufl. 2016, 21 ff.

[2] Schalast/Hahn, Vor der siebten Welle, in: Tichy/Schalast/Canibol (Hg.), Guide 2012 M&A und Corporate Finance, S. 10-22.

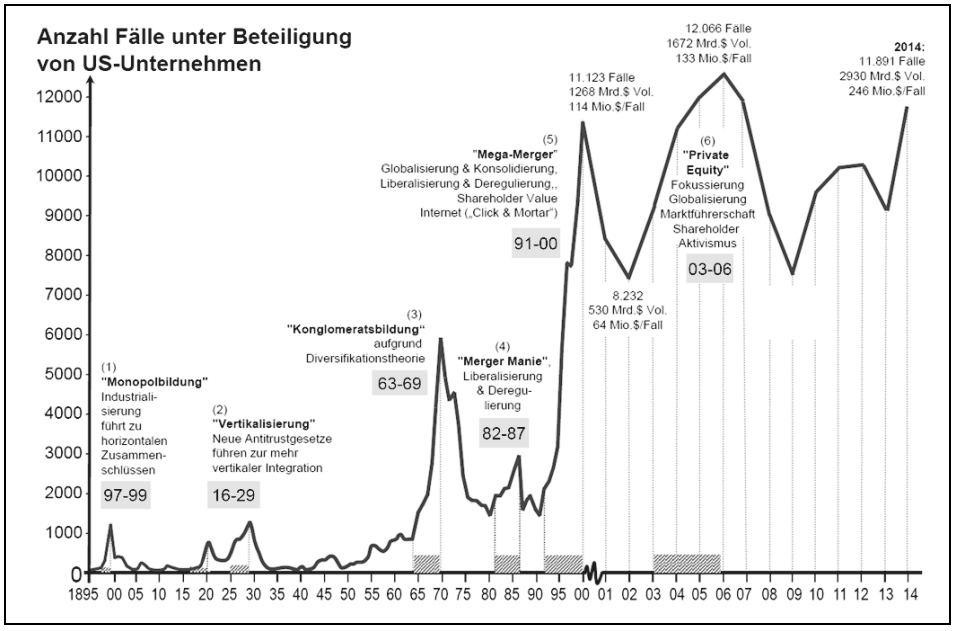
[3] Zu dem Begriff: Aha/Schalast, in: Gerhard/Rüschen/Sandhövel (Hg.), Finanzierung Erneuerbarer Energien, 2011, S. 953 f.

[4] Vgl. Thomsen, Private Equity als Anlageklasse für deutsche institutionelle Investoren, M&A Review 2017, S. 428 ff.

und Optimierung) zu analysieren. Hinzu kommt, dass es tatsächlich eine Zunahme von Investitionen aus China, Indien und Japan gibt. Dies geht sogar so weit, dass das alte und eigentlich eher stumpfe Schwert des Außenwirtschaftsrechts (Stichwort Kuka) wieder herausgeholt wird.

Die aktuelle Entwicklung wird darüber hinaus durch den Prozess der Digitalisierung geprägt. Dies gilt sowohl für die M&A-Abläufe mit den Stichwörtern LegalTech, FinTech oder RegTech wie auch die Digitalisierung der Unternehmen, sei es als Target bzw. Exit-Option. Wer diesen Trend jetzt verschläft, hat sicherlich Probleme, im Markt zu bestehen. Ob er allerdings ein Treiber für eine 7. M&A-Welle sein kann, bleibt offen, ähnlich skeptisch kann man sein, ob etwa die Geldmarktpolitik von Notenbanken dafür ursächlich sein wird. Und eines ist sicher: Die 7. Welle kommt bestimmt.[5]

Abbildung 1: Die sechs Merger-Wellen in den USA



Quelle: Müller-Stevens/Kunisch/Binder (Hg.), Merger & Acquisitions-Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen, 2. Auflage, S. 22

[5] Schalast, Die siebte Welle kommt bestimmt, FAZ Beilage vom 15./16.11.2008.

2 M&A-Studium

Unabhängig von der volatilen Situation des M&A-Marktes ist die Nachfrage nach M&A-Professionals seit Jahren kontinuierlich angestiegen, v.a. weil zahlreiche Industrieunternehmen eigene M&A-Abteilungen aufgebaut haben. Ein wichtiger Beweggrund hierfür ist das wachsende Bewusstsein über die Ursachen des Scheiterns von Übernahmen insbesondere durch ein fehlendes Integrationsmanagement, die Post Merger Integration.[6] Aber auch die auf M&A spezialisierten Anwaltskanzleien, Investmentbanken und andere Berater sowie Finanzinvestoren vermelden einen steigenden Bedarf an gut ausgebildeten Associates. Dabei hat der Markt in der Vergangenheit wohl zu stark auf Learning by Doing gesetzt, Hochschulangebote sind dagegen im M&A-Bereich eher die Ausnahme.

So werden im deutschsprachigen Raum (DACH) fokussierte universitäre M&A-Master-Studiengänge allein von der Frankfurt School of Finance & Management und der Westfälischen-Wilhelms-Universität in Münster durchgeführt. Weiter bietet die FOM – als Fachhochschule – einen berufsbegleitenden M&A-Studiengang an mehreren Standorten in Deutschland an.[7] Daneben stehen Zertifikatskurse verschiedener Anbieter, wie etwa der Europäischen Fachhochschule Hamburg.[8] Ergänzend bieten u.a. die Hochschule St. Gallen oder die European Business School (EBS) M&A-Module und/oder M&A-Vertiefungen an; diese sind allerdings regelmäßig in breiter wirtschafts- oder finanzwissenschaftlich ausgerichtete Studiengänge integriert.

Auch im übrigen Europa sind spezialisierte M&A-Studiengänge die Ausnahme. Soweit ersichtlich haben nur die London School of Business and Finance (MSC in Finance und M&A) und die ESADE Law & Business School ein spezialisiertes Angebot in ihrem Programm. Europa- und weltweit wird die M&A-Ausbildung von Summer Schools, d.h. meist vier- oder fünftägigen Executive-Education-Programme, dominiert, die schon seit Jahren von Institutionen wie der London Business School, der Harvard Business School und Insead erfolgreich angeboten werden.

Angesichts dieses Befunds muss man sich die Frage stellen: Kann man M&A überhaupt studieren und wenn man dies bejaht, wie sollte ein universitäres Studium strukturiert sein? Ein kritischer Punkt, der immer wieder aufgeworfen wird, ist dabei, ob Hochschullehrer ohne praktische Deal-Erfahrung M&A unterrichten können. M&A ist ein Praxisphänomen und potenzielle Interessenten der M&A-Ausbildung wollen v.a. ihr „Hand-

[6] Müller-Stewens, Post Merger Integration: Zum Stand des Wissens, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hg.), Mergers & Acquisitions, 2010, S. 198 ff.

[7] https://www.fom.de/studiengaenge/wirtschaft-und-recht/master-studiengang/unternehmensrecht-mergers-und-acquisitions.html.

[8] http://www.euro-fh.de/zertifikatskurse/recht/mergers-acquisitions/.

werk“ lernen, d.h. die Grundlagen der Due Diligence, die notwendigen Kenntnisse und vielleicht auch ein paar legitime Tricks bei Vertragsverhandlungen, die Standards für einen Unternehmenskaufvertrag (Sale and Purchase Agreement) sowie die Akquisitionsfinanzierung von Eigenkapital über Mezzanine, Fremdfinanzierung und Bonds etc. bis hin zur Post Merger Integration. All dies sind Themen, die auf den ersten Blick v.a. praxisorientiert sind und kaum sinnvoll ohne praktische Erfahrungen unterrichtet werden können. Die Lehre reagiert auf diese Situation mit Co-Teaching-Angeboten, d.h. Hochschullehrer unterrichten gemeinsam mit erfahrenen Praktikern.

Auf der anderen Seite gibt es eine Reihe von Lehrmethoden sowohl in der Juristenausbildung wie der Managementlehre, die sich für das M&A-Studium besonders eignen. V.a. ist hier die Case Method zu nennen, wie sie Anfang des 20. Jahrhunderts in Harvard entwickelt wurde. Die Arbeit mit aus der Praxis entwickelten Fällen sollte für die M&A-Ausbildung eine entscheidende Rolle spielen und kann eine Brücke zwischen Theorie und Praxis bilden. Gute Beispiele hierfür finden sich in dem Case Book von Lerner/Hardymon/Leamon zu Venture Capital & Private Equity, das 2012 in 5. Auflage erschienen ist. Weitere Impulse können von der Legal-Writing-Methode amerikanischer Law Schools ausgehen. Diese Ansätze müssen in die universitäre M&A-Ausbildung verstärkt integriert und mit Verhandlungstechnikmodulen und Ergebnissen der Kommunikationsforschung kombiniert werden.

Daneben sollte die Förderung und Vermittlung der empirischen M&A-Forschung nicht zu kurz kommen.[9] Daran fehlt es bisher oftmals, weil der Dialog zwischen Theorie und Praxis nicht ausreichend sowohl während des Studiums, aber auch danach geführt wird. Bemühungen in diese Richtung gibt es eine ganze Reihe. So veröffentlichen sowohl die Frankfurt School of Finance & Management als auch die Universität Münster die besten Abschlussarbeiten der M&A-Studiengänge in Jahrbüchern.[10] Nichtsdestotrotz fehlen aber zu vielen aktuellen Fragestellungen auf der Auswertung von Daten beruhende Arbeiten, und wenn sie vorliegen, fehlt es meist an der Rezeption im Markt. Hinzu kommt, dass die Gewinnung von Daten für den M&A-Bereich problematisch ist, weil unternehmensinterne Informationen über Transaktionen oft als geheimhaltungsbedürftig eingestuft werden.

[9] Aktueller Überblick hierzu in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hg.), Mergers & Acquisitions, 2. Aufl. 2016.

[10] Bei der Universität Münster heißt der jährliche Sammelband „Forum Unternehmenskauf“, bei der Frankfurt School of Finance & Management „Aktuelle Aspekte des M&A-Geschäfts“.

Analog zur Hinterfragung der M&A-Qualifikation von Fakultäten stellt sich die Frage, ob Praktiker über das notwendige Interesse und methodische Grundlagenwissen für empirische Untersuchungen und die quantitative methodische Erfassung von M&A-Phänomenen verfügen. Die Einbeziehung von besonders qualifizierten Praktikern etwa in Fakultäten als „Clinical Professor" könnte dabei von großer Bedeutung sein. Eine erfolgreiche universitäre M&A-Lehre muss auf empirisch fundierter M&A-Forschung aufbauen und für den Dialog zwischen Theorie und Praxis sowie den Transfer von Forschung in die Praxis stehen.

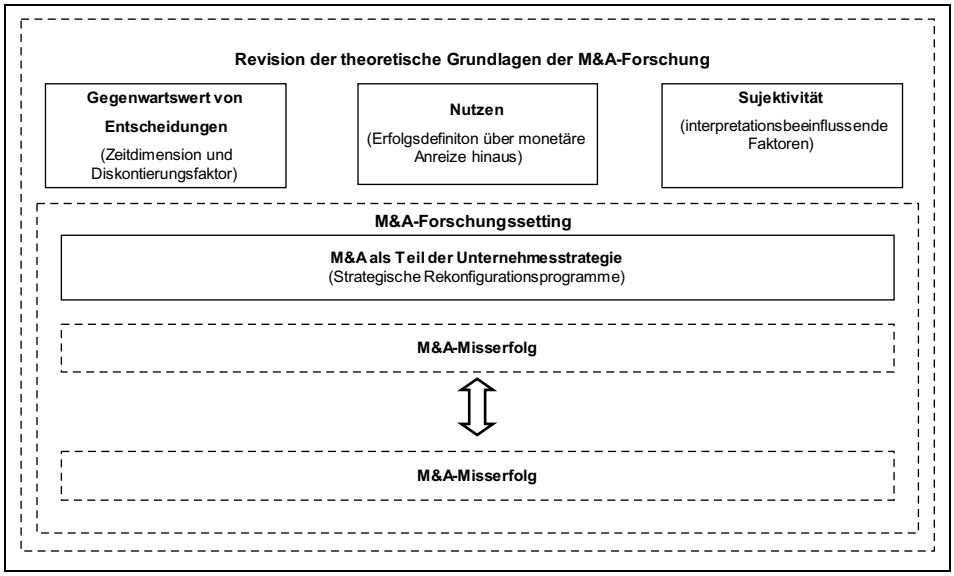
3 M&A-Forschung

Angesichts dieser Ausgangslange ist es für M&A-Fakultäten von erheblicher Bedeutung, dass sie Praktiker mit Interesse an und der Fähigkeit zu empirischer Grundlagenforschung einbinden können und darüber hinaus bei ihren Projekten einen konsequent interdisziplinären Ansatz verfolgen. Gerade im Hinblick auf den Zusammenhang zwischen den Motiven der Akteure bei Transaktionen und deren empirisch messbarem Erfolg kann die M&A-Forschung fundierte und praxisrelevante Erkenntnisse liefern.[11]

Auf diesen Überlegungen beruht das von Hopfmüller/Schimmer entwickelte M&A-Forschungsmodell (Abbildung 2). Es setzt bei der Frage an, wann ein Kauf/Verkauf für den Käufer/Verkäufer sinnvoll ist und wirklich der (vorher dokumentierten) Zielerreichung dient.

[11] Hopfmüller/Schimmer, M&A als Teil der Unternehmensstrategie – Perspektiven aus der M&A-Forschung, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hg.), Mergers & Acquisitions, 2. Aufl. 2016, S. 272 ff.

Abbildung 2: M&A-Forschungsmodell nach Hopfmüller/Schimmer

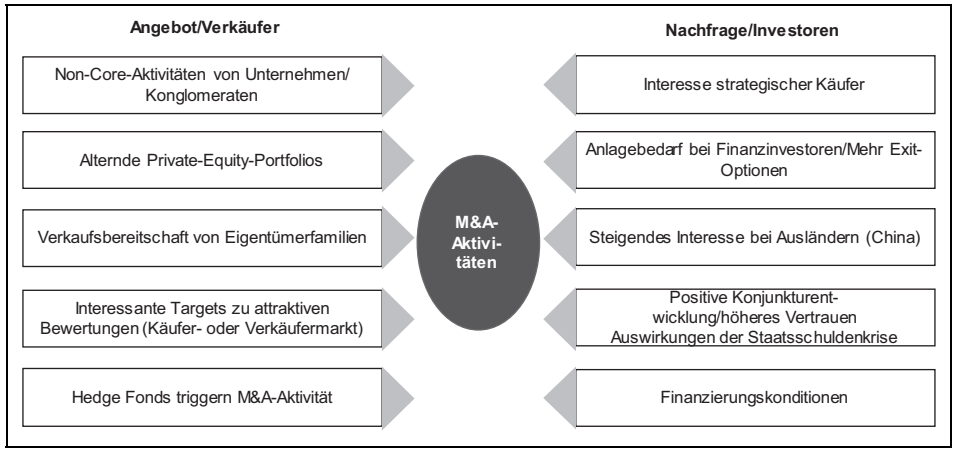


Quelle: Hopfmüller/Schimmer, M&A als Teil der Unternehmensstrategie – Perspektiven aus der M&A-Forschung, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hg.), Mergers & Acquisitions, 2. Auflage 2016, S. 272 ff.

Als Ausgangspunkt für künftige M&A-Forschung wurden dabei von Hopfmüller/Schimmer die strategischen Vorüberlegungen sowie der feststellbare Erfolg und Misserfolg von Transaktionen definiert. Ein Indikator hierfür ist z.B. der Unternehmenswert oder die Marktkapitalisierung im Rahmen eines Börsengangs. Dies kann in Relation gesetzt werden zur zeitlichen Dimension (wann kann man den Erfolg oder Misserfolg einer M&A-Transaktion beurteilen?) und anderen nicht wirtschaftlichen Gesichtspunkten, wie z.B. Marktanteile oder Markteintritt, bis hin zu subjektiven Vorstellungen bei den handelnden Personen (Macht, Einfluss, Gehalt etc.).

Dabei sollte grundlagenorientierte empirische M&A-Forschung die Gesichtspunkte der Praxisrelevanz und der möglichen Anwendung in der Praxis immer im Auge behalten, auch wenn dies für Wissenschaftler manchmal schwierig ist. Die Chance für eine erfolgreiche Übertragung von Forschungsergebnissen ist bei der Verwirklichung der Motive für M&A-Aktivitäten besonders evident (Abbildung 3). Dafür werden nachfolgend einige Anregungen gegeben.

Abbildung 3: Motive bei M&A-Aktivitäten

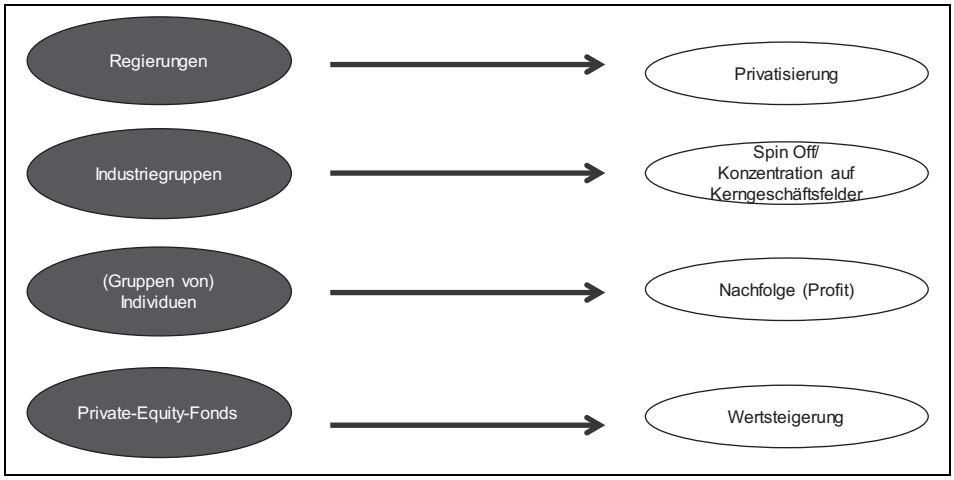


Ausgehend von den Angebot und Nachfrage bestimmenden Motiven für Transaktionen, wie Trennung von bestimmten Geschäftsbereichen, Käufermarkt, hoher Leverage etc., lassen sich die konkreten Ziele von Verkäufer und Käufer im Vorfeld von M&A-Aktivitäten und im Hinblick auf ihre erfolgreiche Umsetzung analysieren.

Deutlich wird dies, wenn man die Ziele und Motive von Verkäufergruppen (Abbildung 4) über verschiedene Zeiträume (kurz-, mittel- und langfristig) untersucht. Aus heutiger Sicht (ca. zehn Jahre nach dem Verkauf) hat etwa die Bundesregierung bei der Privatisierung der Breitbandkabelnetze, die früher Eigentum der staatlichen Telekom waren, unter dem Gesichtspunkt der Herstellung von mehr Wettbewerb einen Erfolg erzielt. Unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten war die Transaktion aber eher ein Misserfolg. Ähnliches mag für die Privatisierung der deutschen Autobahnraststätten gelten.

Übergreifend ist in diesem Zusammenhang interessant, wann und mit welchen Rahmenbedingungen eine Privatisierung Sinn macht und ob es richtig ist, dass bestimmte Wirtschaftsbereiche wie etwa Sparkassen oder die Wasserversorgung dauerhaft durch die öffentliche Hand – als Teil der Daseinsfürsorge – dominiert werden.

Abbildung 4: Ziele von Verkäufergruppen



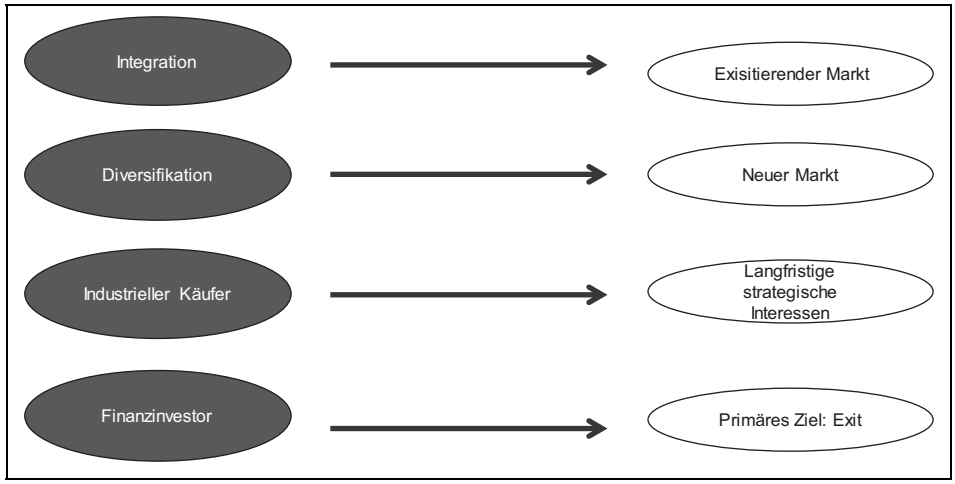
Anders muss die Erfolgsmessung sein, wenn sich einstmals führende IT-Unternehmen von ihren klassischen Hardware-Bereichen trennen. Auch bei Spin-offs stellt sich die Frage, wie und zu welchem Zeitpunkt die mit der Transaktion verfolgte Zielerreichung überprüft werden kann.

Einfacher dürfte die Bewertung sein, wenn es sich um Nachfolgeregelungen handelt, denn dabei steht i.d.R. die Erzielung eines hohen Gewinns für die Gesellschafter im Vordergrund, doch bei Familienunternehmern spielt oft eine Reihe nicht monetärer Überlegungen eine große Rolle.[12] Private Equity Funds schließlich sind v.a. an der Wertsteigerung ihrer Portfolio-Gesellschaften interessiert, doch können weitere Motive hinzutreten, wie die Dauer des Investments, die Laufzeit des investierten Fonds (Maturität), das wirtschaftliche Umfeld (Finanzkrise/Staatsschuldenkrise) und die Möglichkeiten einer Refinanzierung mit Leverage.

Ähnlich lassen sich Untersuchungen der Motive/Ziele der Käufer und ihre Umsetzung in der M&A-Transaktion sowie der folgenden Post Merger Integration (Abbildung 5) betrachten.

[12] Schalast/Barten, Private Equity und Familienunternehmen – eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung deutscher Maschinen- und Anlagenbauunternehmen, FS Working Paper Series 107/08.

Abbildung 5: Ziele von Käufergruppen

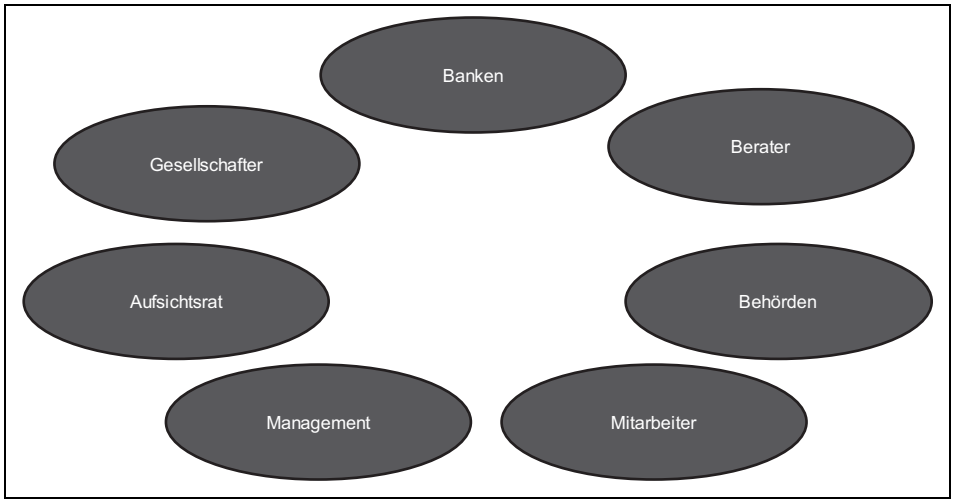


Im Vordergrund dürfte in diesem Bereich die Wertentwicklung der Targets und/oder der fusionierten Einheiten sowie die Erreichung strategischer Ziele wie Marktanteile und Markteintritt (geografisch, Branchen etc.) stehen.

Weitere interessante Forschungsansätze können durch interdisziplinäre Fragestellungen entstehen, wie z.B. inwieweit und warum Garantien aus dem Unternehmenskaufvertrag später zur Anwendung kommen, ob die Garantieklauseln an eindeutig definierte Sachverhalte angeknüpft waren, ob der Schadensersatz zutreffend berechnet wurde etc. Darüber hinaus ist in diesem Zusammenhang von Bedeutung, ob es gerichtliche und/oder außergerichtliche Auseinandersetzungen zwischen den Vertragsparteien gab.

Ein anderes Forschungsfeld sind schließlich die subjektiven Erwartungen, Kenntnisse aber auch Interessenkonflikte der beteiligten Parteien (Abbildung 6).

Abbildung 6: Interessengruppen bei M&A-Transaktionen



Ansätze für solche Fragestellungen bieten u.a. die aktuellen Untersuchungen der Frankfurt School of Finance & Management zu Interessenkonflikten bei Unternehmenskäufen mit Finanzinvestoren[13] oder die Erwartungshaltung deutscher Unternehmen im Hinblick auf M&A-Aktivitäten von Staatsfonds.[14] Gerade bei solchen Untersuchungen stellt sich zunächst das Problem der Erlangung von belastbaren Daten.

Die vorstehend genannten Studien beruhen auf Befragungen von deutschen DAX-Unternehmen bzw. Private-Equity-Managern und Management-Teams. Trotz einer gewissen „Erschöpfung" dieser Zielgruppe (z.B. Mitglieder des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)) konnten gute Rücklaufquoten erreicht werden (30% und mehr).

Anders sieht es bei einer laufenden Untersuchung zu Interessenkonflikten aus der Sicht von industriellen Verkäufern und Familienunternehmen beim Verkauf an Private-Equity-Investoren aus, wo bereits die Identifikation der potenziellen Teilnehmer schwierig war.[15]

[13] Schalast/Buxkaemper/Büchler/Wedell, Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-outs mit Private Equity Investoren – eine empirische Untersuchung, FS Working Paper Series 161/11.

[14] Schalast/Tiemann/Tuppi, Staatsfonds – Neue aktive Akteure an den Finanzmärkten, FS Working Paper Series 114/09.

[15] Schalast/Winter/Wedell, Interessenkonflikte und Incentivierung des Managements bei Management Buy-outs mit Private Equity Investoren. Empirische Analyse aus Sicht der Unternehmensverkäufer, in: Saenger/Schewe (Hg.) Forum Mergers & Acquisitions 2012.

4 M&A-Studiengang der Frankfurt School of Finance & Management

Der Masterstudiengang Mergers & Acquisitions der Frankfurt School of Finance & Management, der mit dem akademischen Grad „Master of Law (LL.M.)“ abschließt, wird für Wirtschaftswissenschaftler und Juristen mit einer Berufserfahrung von mindestens einem Jahr angeboten. Die bisherigen Teilnehmer des Studiengangs seit dem Studienbeginn im Wintersemester 2005 haben im Durchschnitt zu etwa 20% einen juristischen Abschluss (Staatsexamen oder Wirtschaftsjurist/in), zu 70% einen wirtschaftswissenschaftlichen Abschluss und die restlichen 10% kommen aus anderen Disziplinen.

Durch eine gut strukturierte Studienorganisation kann das Studium parallel zu einer Vollzeitberufstätigkeit oder zum zweiten Referendariatsjahr absolviert werden. Die Lehrinhalte sind konsequent auf aktuelle Praxisanforderungen ausgerichtet, einzelne Kurse werden in englischer Sprache unterrichtet. Der Masterstudiengang umfasst 60 ECTS-Punkte: 45 davon für die vier Module mit ihren zwölf Lerneinheiten sowie die Abschlusskonferenz und 15 für die Abschlussarbeit (Master Thesis). Der Studiengang wurde von der Foundation for International Business Administration Accreditation (FIBAA) akkreditiert. Die Frankfurt School wurde darüber hinaus von Equis und der AACSB akkreditiert.[16]

Dozenten sind neben den Mitgliedern der Frankfurt School Faculty hervorragende Praktiker aus führenden internationalen Rechtsanwaltskanzleien wie Linklaters, White & Case, Noerr, Gleiss Lutz, Clifford Chance sowie Mayer Brown, Investmentbanker, die bei der Deutschen Bank, der Commerzbank und M&A-Boutiquen wie DC Advisory, Lincoln sowie bei Investoren wie BC Partners und DBAG oder Strategen wie Viessmann oder Fresenius tätig sind, sowie Wirtschaftsberater und Steuerberater aus Häusern wie KPMG, Deloitte etc. Durch diese besondere Verzahnung von Theorie und Praxis auch in der Faculty entsteht darüber hinaus für die Teilnehmer ein interessantes Netzwerk, das von den Alumni gepflegt wird.

Die vier Module des Studiengangs haben dabei folgende Inhalte: Strategische Aspekte, M&A-Prozess, Finanzierung von M&A-Transkationen, Post Merger Intergration. Das erste Modul findet im Rahmen einer Einführungswoche statt und behandelt aktuelle Entwicklungen des M&A-Marktes, Anlässe für M&A-Transaktionen sowie Strategieentscheidungen bei Käufern und Verkäufern. In dieser Woche werden die für Transaktionen relevanten Grundlagen der Unternehmensbewertung und Bilanzierung vermittelt.

[16] http://www.efmd.org/accreditation-main/equis; http://www.aacsb.edu/.

Alle folgenden Präsenzeinheiten werden an – bereits zu Studienbeginn festgelegten – verlängerten Wochenenden (Donnerstag bis Samstag) unterrichtet. Im Modul M&A-Prozess werden die wichtigsten Fragen zu den Themenbereichen Due Diligence, Unternehmens- und Beteiligungsvertrag, Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Private Equity, Takeovers und Kartellrecht behandelt. Im dritten Modul – Finanzierung von M&A-Transaktionen – werden die Akquisitionsfinanzierung, Mezzanine-Strukturen, Anleihen, die Refinanzierung durch Asset Backed Securities (ABS)/Securisation, Besonderheiten von Non-Performing-Loan-Transaktionen (NPL) sowie der Exit durch einen Börsengang/ Initial Public Offering (IPO) behandelt. Im letzten Modul steht schließlich die Post Merger Integration im Mittelpunkt.

Auch die Förderung von Soft Skills kommt nicht zu kurz. So werden u.a. Verhandlungsführung (u.a. nach der Harvard-Methode),[17] Vertragsgestaltung, die Unternehmensbewertung im Rahmen einer Private-Equity-Transaktion sowie die Konflikte bei einer feindlichen Übernahme in Gruppenarbeiten und Rollenspielen geübt. Die weiteren Karrieren der Absolventen des M&A-Studiengangs der Frankfurt School of Finance & Management zeigen dabei, wie wichtig vernetzte Kenntnisse aus allen Phasen einer Transaktion für ein erfolgreiches Deal-Management sind.

Der Masterstudiengang der Frankfurt School of Finance & Management ist durch einen konsequent interdisziplinären Ansatz, die seit sieben Jahren praktizierte Verzahnung von Theorie und Praxis durch die Faculty, die Einbeziehung zahlreicher Fallstudien sowie Orientierung am tatsächlichen Deal-Ablauf sowie die klare Zielsetzung, „Deal Manager auszubilden", gekennzeichnet. Abschluss des Studiums ist die – auch für die Fachöffentlichkeit offene und interessante – M&A-Konferenz jeweils im September,[18] in der neben Vorträgen von führenden Praktikern die besten Abschlussarbeiten präsentiert werden. Diese werden dann durch den Frankfurt School Verlag im M&A-Jahrbuch veröffentlicht.[19]

5 Ausblick: M&A Carrer Support

Vorstehend wurde dargelegt, dass für eine erfolgreiche M&A-Ausbildung eine stärkere Verzahnung von M&A-Forschung und M&A-Praxis, die verstärkte Nutzung der Case Method und interaktiver Unterrichtsmethoden wie Rollenspiele (Verhandlungsführung) notwendig sind.

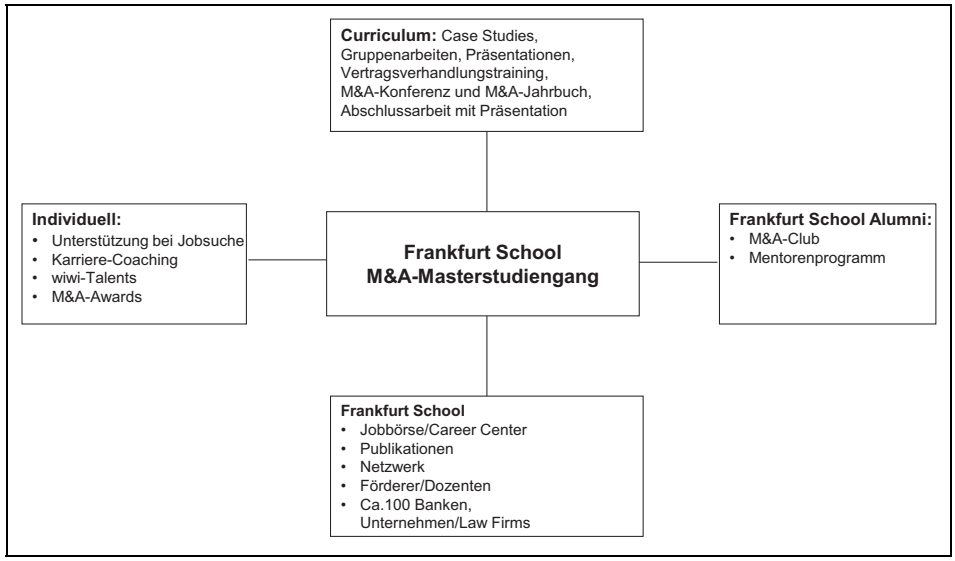
[17] https://www.eggerphilips.ch/#!/de/das-harvard-konzept.

[18] Z.B. http://www.frankfurt-school-verlag.de/verlag/konferenz/ma_2017.html.

[19] Schalast (Hg.), Aktuelle Aspekte des M&A Geschäftes, diverse Jahrgänge.

Darüber hinaus sollte die M&A-Ausbildung ihre Absolventen bei Karriereentscheidungen und der Karriereentwicklung unterstützen, damit die Professionals die während des Studiums die Verzahnung von Theorie und Praxis geübt haben, diese auch später eigenverantwortlich anwenden können. An der Frankfurt School of Finance & Management werden diese Aktivitäten über das Career Center sowie den M&A-Club gefördert.

Abbildung 7: M&A Carrer Support



Neben den praxisorientierten Bestandteilen des Curriculums werden über die Alumni Mentorenprogramme und laufende Fortbildungen angeboten. Die Website bietet eine Jobbörse sowie Zugang zu aktuellen wissenschaftlichen Publikationen an. Individuell werden Teilnehmer und Absolventen darüber hinaus durch Karriere-Coachings der Professoren unterstützt. Dadurch wird ein ganzheitlicher Ansatz bei der M&A-Ausbildung, M&A-Forschung und M&A-Karriere verfolgt.

Hinzu kommt der immer wichtigere Netzwerkgedanke, der gerade auch bei den großen Namen in der M&A-Ausbildung, wie LSE oder Harvard, eine gewichtige Rolle spielt. Dies hat die Frankfurt School mit dem M&A-Club aufgenommen. Der M&A-Club bietet den Frankfurt-School-M&A-Alumni, aber auch darüber hinaus der deutschen M&A-

Community die Möglichkeit, sich bei Fachvorträgen zu aktuellen Themen auszutauschen und das Netzwerk zu pflegen.[20]

Auf dieser Grundlage sollte es möglich sein, den eingangs dargestellten Mangel an Dialog zwischen M&A-Theorie und -Praxis zukünftig durch entsprechend ausgebildete Professionals zu überwinden. Letztendlich ist es das Ziel, dass alle Akteure die empirisch feststellbaren Ursachen für Erfolge und Misserfolge von Transaktionen, seien es strategische, ökonomische oder individuelle, bei ihren Entscheidungen einbeziehen können.

[20] Gastgeber des M&A-Clubs waren in der letzten Zeit Unternehmen wie Acxit Corporate Finance, Lincoln, Oppenhoff, Taylor Wessing etc.; https://www.frankfurt-school.de/home/newsroom/news/2017/september/fs-ma-club.html.

Strategische Aspekte von M&A-Transaktionen