

Maximilian Dreher
Dietmar Ernst

Mergers & Acquisitions

3. Auflage



Eine Arbeitsgemeinschaft der Verlage

Böhlau Verlag · Wien · Köln · Weimar

Verlag Barbara Budrich · Opladen · Toronto

facultas · Wien

Wilhelm Fink · Paderborn

Narr Francke Attempto Verlag / expert verlag · Tübingen

Haupt Verlag · Bern

Verlag Julius Klinkhardt · Bad Heilbrunn

Mohr Siebeck · Tübingen

Ernst Reinhardt Verlag · München

Ferdinand Schöningh · Paderborn

transcript Verlag · Bielefeld

Eugen Ulmer Verlag · Stuttgart

UVK Verlag · München

Vandenhoeck & Ruprecht · Göttingen

Waxmann · Münster · New York

wbv Publikation · Bielefeld

Wochenschau Verlag · Frankfurt am Main

Maximilian Dreher
Dietmar Ernst

Mergers & Acquisitions

Grundlagen und Verkaufsprozess
mittlerer und großer Unternehmen

3., aktualisierte und erweiterte Auflage

UVK Verlag · München

Maximilian Dreher forschte im Rahmen seiner Bachelor-Thesis zum Thema „Mergers & Acquisitions“ an der European School of Finance der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt (HfWU) in Nürtingen.

Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst ist Professor für Corporate Finance an der European School of Finance der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt (HfWU) in Nürtingen.

Online-Angebote oder elektronische Ausgaben sind erhältlich unter www.utb-shop.de.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über [<http://dnb.dnb.de>](http://dnb.dnb.de) abrufbar.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

3. Auflage 2021

2. Auflage 2016

1. Auflage 2014

© UVK Verlag 2021

- ein Unternehmen der Narr Francke Attempto Verlag GmbH + Co. KG
Dischingerweg 5 · D-72070 Tübingen

Einbandgestaltung: Atelier Reichert, Stuttgart

Cover-Illustration: © iStock rue_wi

Druck und Bindung: CPI books GmbH, Leck

Internet: www.narr.de

eMail: info@narr.de

UTB-Nr. 4203

ISBN 978-3-8252-5623-4 (Print)

ISBN 978-3-8385-5623-9 (ePDF)

Vorwort

Angesichts der zunehmenden Globalisierung und der damit einhergehenden Internationalisierung der Märkte sehen sich Unternehmen unterschiedlichster Größenklassen einer ansteigenden Wettbewerbsintensität ausgesetzt. Die Öffnung neuer Märkte, wie z.B. Asien, Südamerika oder Osteuropa, der Abbau traditioneller Markteintrittsbarrieren und die Sättigung der Heimatmärkte drängen Unternehmen dazu, die Initiative zu ergreifen. „Nicht die Großen fressen die Kleinen, sondern die Schnellen die Langsamen.“¹

Heutzutage stellen „Mergers & Acquisitions“ (M&A) für diverse Unternehmen ein essenzielles Instrument der strategischen Unternehmensführung dar. Das Credo ist, dank anorganischem Wachstum, zügiger und stärker zu wachsen als die Konkurrenz. Das Phänomen macht die Runde und somit zählt M&A nicht nur zum Standardrepertoire von Konzernlenkern, sondern gewinnt auch zunehmend in den Köpfen mittelständischer Unternehmen an Bedeutung. Was anfänglich noch eine Art exklusiver „Country Club“ für Großunternehmer war, wurde längst von den Entscheidungsträgern im Mittelstand als wichtiges Wachstumselement identifiziert. Wer M&A lediglich als Kür und nicht als Pflicht versteht, verfehlt mit dieser Einschätzung die Tragweite dieses Instruments.

Firmenfusionen und -übernahmen sind hochkomplexe und zeitaufwendige Projekte, die beispielsweise durch Wachstumswünsche, Restrukturierungen oder Nachfolgeregelungen initiiert werden. Aufgrund zahlreicher endogener und exogener Einflüsse gleicht keine M&A-Transaktion, auf der Detailebene, einer anderen. An ein Patentrezept kann man sich im Zusammenhang mit einer Fusion oder Übernahme zwar nicht halten, jedoch hilft den Transaktionsbeteiligten die Orientierung an etablierten Prozess-Meilensteinen, um die Erfolgchancen wesentlich zu erhöhen.

Trotz der zunehmenden Bedeutung von M&A-Transaktionen entpuppen sich rund 56 % aller Fusionen und Übernahmen als Misserfolge.² „Drum prüfe, wer sich ewig bindet, ob sich das Herz zum Herzen findet! Der Wahn ist kurz, die Reu' ist lang“, heißt es im Gedicht „Das Lied von der Glocke“ (1799) von Friedrich Schiller, in dem er vor der blinden Euphorie bei der Wahl des Ehepartners warnte. Viele Unternehmensleiter scheinen nicht zu erkennen, dass diese weisen Worte nicht nur für die

¹ Furtner (2011), S. 20

² Vgl. Wirtz (2012), S. 7

Eheschließung zweier Menschen gelten. Im Jahr 1998 wurde zum Beispiel die Fusion der Daimler-Benz AG mit der Chrysler Corporation zunächst als historisches Ereignis gefeiert. Jedoch nach zwei Jahren kriselte diese Ehe bereits und im Jahr 2007 wurde schließlich die Scheidung vollzogen. Der Fall Daimler-Chrysler ist eine von vielen gescheiterten Unternehmenstransaktionen. Solche Fehlentscheidungen werden jedoch nicht nur bei Großunternehmen, sondern auch im Mittelstand getroffen. Im Mittelstand kann jedoch das Scheitern von Unternehmenstransaktionen existenzbedrohend sein.

Der Erfolg eines M&A-Vorhabens hängt maßgeblich von einer optimalen Transaktionsvorbereitung, einer zügigen Transaktionsdurchführung und der Erfahrung der involvierten Parteien ab. Wer sich unvorbereitet in eine Transaktion wagt und das Momentum nicht erkennt, wird dies später teuer bezahlen müssen. Der Prozess muss also sowohl vom Käufer als auch vom Verkäufer sorgfältig vorbereitet und ausgeführt werden.

„Wir behalten von unseren Studien am Ende doch nur das, was wir praktisch anwenden.“³ Entsprechend diesem Zitat von Johann Wolfgang von Goethe ist dieses Buch als praxisnaher M&A-Leitfaden konzipiert. Neben der Auseinandersetzung mit wichtigen Grundlagen im Bereich Mergers & Acquisitions steht vor allem eine strukturierte und fundierte Untersuchung der einzelnen Prozessschritte eines typischen Unternehmensverkaufs im Mittelpunkt der Betrachtung. Dabei werden zudem an relevanten Prozessstellen spezifische Unterschiede zwischen einem Unternehmensverkauf von mittelständischen Unternehmen (Mid-Caps) und Großunternehmen (Large-Caps) erörtert.

Es sei noch gesagt, dass M&A für Großunternehmen und Mittelständler zum Handwerkszeug gehört und beide Gruppen sollten „(...) M&A as a weapon for competitive advantage“⁴ verstehen.

Wir danken dem Verlag UVK Lucius, dieses spannende Thema gemeinsam mit uns anzugehen. Herr Dr. Schechler von UVK Lucius hat uns in allen Schritten der Bucherstellung professionell unterstützt, wofür wir ihm herzlich danken wollen.

Für Fragen, Anregungen, Kritik (und gerne auch Lob) stehen wir den Lesern unter info@dicf.de gerne zur Verfügung.

Wir wünschen allen Lesern eine interessante und erkenntnisreiche Lektüre.

Maximilian Dreher und Dietmar Ernst

³ Schefter.net (2016)

⁴ Bain & Company (Hrsg.) (2013), S. 8

Hinweis zu den Symbolen:



Texte mit diesem Symbol kennzeichnen die wichtigsten Fachbegriffe zum Thema M&A.



Dieses Symbol findet sich an den Stellen, an denen explizit auf Unterschiede im M&A-Prozess für kleine und mittlere Unternehmen sowie für Großunternehmen eingegangen wird.



Nützliche Checklisten werden durch dieses Symbol gekennzeichnet.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Abbildungsverzeichnis.....	11
Tabellenverzeichnis	12
Abkürzungsverzeichnis	13
1 Das Fundament der Betrachtung	15
1.1 Der Begriff „Mergers & Acquisitions“	15
1.2 Der Markt für Mergers & Acquisitions.....	18
1.2.1 Das Phänomen der US-amerikanischen „M&A-Wellen“	18
1.2.2 Aktuelle Entwicklungen auf dem M&A-Markt.....	21
1.3 Strategieentwicklung im Rahmen eines M&A-Projektes	22
1.3.1 Motive für M&A-Transaktionen	22
1.3.2 Übernahmetechniken.....	25
1.3.3 Ziele im M&A-Prozess.....	29
1.3.4 Arten des Unternehmenserwerbs	29
1.3.5 Häufige Erfolgs- und Misserfolgskfaktoren von M&A.....	32
2 „David und Goliath“: Mid-Cap- und Large-Cap-Unternehmen	37
2.1 Mittelständische Unternehmen	37
2.1.1 Definition und Abgrenzung von mittelständischen Unternehmen	38
2.1.2 Bedeutung des Mittelstandes für die deutsche Wirtschaft.....	39
2.2 Großunternehmen.....	40
2.2.1 Definition und Abgrenzung von Großunternehmen.....	41
2.2.2 Bedeutung der Großunternehmen für die deutsche Wirtschaft	42
3 Der M&A-Verkaufsprozess.....	43
3.1 Phase I: Vorbereitungsphase	44
3.1.1 Von der Verkaufsidee zum Startschuss	44
3.1.2 Der Startschuss: Beauty Contest.....	56

10 Inhaltsverzeichnis

3.1.3	Mandatsvertrag.....	58
3.1.4	Auswahl eines geeigneten Verfahrens	62
3.1.5	Umfassende Datenbeschaffung und Unternehmensanalyse.....	68
3.1.6	Käuferuniversum und Identifikation geeigneter Käufer	73
3.1.7	Dokumentation	86
3.2	Phase II: Marktansprache – „Point of no return“	93
3.2.1	Ansprache potenzieller Käufer.....	94
3.2.2	Letter of Intent	94
3.2.3	Selektion der bevorzugten potenziellen Käufer.....	96
3.2.4	Checkliste: Letter of Intent.....	97
3.3	Phase III: Beleuchtung finanzwirtschaftlicher Aspekte.....	98
3.3.1	Due Diligence (Sorgfaltsprüfung).....	98
3.3.2	Unternehmensbewertung	119
3.3.3	Strukturierung der Transaktion.....	139
3.4	Phase IV: Abschlussphase.....	177
3.4.1	Vertragsverhandlungen	178
3.4.2	Verbindliches Angebot.....	180
3.4.3	Kaufvertrag.....	181
3.4.4	Closing.....	182
3.4.5	Unterschiede in der Abschlussphase einer Verkaufstransaktion für mittelständische Unternehmen und Großunternehmen	184
3.4.6	Checklisten: Vertragsverhandlungen, Signing und Closing...	185
	Anhänge	187
	Glossar.....	193
	Literaturverzeichnis	225
	Stichwortverzeichnis.....	231

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1-1	Formen von Unternehmenszusammenschlüssen.....	17
Abb. 1-2	Die sechs M&A-Wellen (mit Beteiligung von US-Unternehmen).....	18
Abb. 1-3	Globale Transaktionsentwicklung auf Quartalsbasis von 2006 bis 2020	22
Abb. 1-4	Asset Deal versus Share Deal	31
Abb. 3-1	Die vier Phasen eines M&A-Verkaufsprozesses	43
Abb. 3-2	Verkaufsverfahren bei Unternehmensverkäufen	63
Abb. 3-3	Strategien zur Ansprache potenzieller Erwerber.....	66
Abb. 3-4	Bewertungsverfahren.....	121
Abb. 3-5	Bewertungsmultiplikatoren	125
Abb. 3-6	Zusammenfassende Darstellung einer Unternehmensbewertung (exkl. LBO-Analyse)	134
Abb. 3-7	Vereinfachte Erwerbsstruktur bei einer direkten Akquisition mit Haftungsrückgriff auf den Käufer.....	149
Abb. 3-8	Vereinfachte Erwerbsstruktur bei einer indirekten Akquisition ohne Haftungsrückgriff (Non-Recourse) auf den Käufer	151
Abb. 3-9	Finanzierungsinstrumente bei Akquisitionsfinanzierungen	157
Abb. 3-10	Tombstones	183

Tabellenverzeichnis

Tab. 1-1	Zielsetzungen im M&A-Prozess aus Verkäufer- und Käufersicht	28
Tab. 2-1	Definition eines mittelständischen Unternehmens	39
Tab. 2-2	Definition eines Großunternehmens	41
Tab. 3-1	Weltweites Ranking der M&A-Finanzdienstleistungsberater in H1 2020 (nach kumuliertem Deal-Volumen)	51
Tab. 3-2	M&A-Boutiquen in Deutschland	51
Tab. 3-3	Weltweites Ranking der M&A-Rechtsberater in H1 2020 (nach kumuliertem Deal-Volumen)	53
Tab. 3-4	Typische Kriterien für MBOs und MBIs	76
Tab. 3-5	Vorteile und Nachteile einer stillen Beteiligung aus Sicht des Zielunternehmens	78
Tab. 3-6	Vorteile und Nachteile einer offenen Beteiligung aus Sicht des Zielunternehmens	79
Tab. 3-7	Vorteile und Nachteile des Unternehmensverkaufs an einen strategischen Investor	80
Tab. 3-8	Vereinfachte Darstellung der Enterprise-Value-Multiplikatoren-Berechnung im Rahmen einer Börsenmultiplikatoren-Bewertung	127
Tab. 3-9	Vereinfachte Darstellung der Enterprise-Value-Multiplikatoren-Berechnung im Rahmen einer Transaktionsmultiplikatoren-Bewertung.....	129
Tab. 3-10	Equity-Mezzanine- und Debt-Mezzanine-Instrumente ...	164

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
AG	Aktiengesellschaft
APV	Adjusted Present Value
BATNA	Best Alternative To a Negotiated Agreement
Bio.	Billionen
Capex	Capital Expenditure
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBO	Corporate Buy-Out
CBR	Confidential Business Report
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CFtE	Cash Flow to Equity
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DD	Due Diligence
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EqV	Equity Value
EU	Europäische Union
EURm	Millionen Euro
EV	Enterprise Value
Fed	Federal Reserve Bank
GfdS	Gesellschaft für deutsche Sprache
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IFRS	International Financial Reporting Standards
IM	Informationsmemorandum
IRR	Internal Rate of Return

KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KPMG	Klynveld, Peat, Marwick und Goerdeler
LBO	Leveraged Buy-Out
LOI	Letter of Intent
M&A	Mergers & Acquisitions
MAC	Material Adverse Changes
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
n.a.	not available
NDA	Non Disclosure Agreement
NewCo	New Company
oFCF	operativer Free Cash Flow
PMI	Post-Merger-Integration
PwC	PricewaterhouseCoopers
ROI	Return on Investment
S&P	Standard & Poor's
SME	Small and medium sized enterprises
SPC	Special Purpose Company
SPV	Special Purpose Vehicle
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
USA	United States of America
USD	United States Dollar
USDm	Millionen United States Dollar
USPs	Unique Selling Propositions
VDD	Vendor Due Diligence
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1 Das Fundament der Betrachtung

In den letzten Jahrzehnten haben bestimmte Begriffe und Entwicklungen aufgrund ihrer inhaltlichen und konzeptionellen Innovationskraft ein außerordentliches Prestige erlangt. Mergers & Acquisitions gehört zu diesen Phänomenen. Speziell in den letzten Jahren hat dieser Begriff durch medial begleitete M&A-Aktivitäten von Großunternehmen einen besonderen Stellenwert in der internationalen Wirtschaftspresse und zugleich in der internationalen Wirtschaft eingenommen. Ein Beispiel für die Wirkung von M&A als Publikumsmagnet war die geplante Übernahme von Volkswagen durch Porsche, die dann in einer Übernahme von Porsche durch Volkswagen endete.

In diesem Kapitel werden die **nachfolgenden Fragen** geklärt:

- Was versteht man unter Mergers & Acquisitions?
- Welche Entwicklung hat der amerikanische M&A-Markt durchlaufen?
- Welche aktuellen Entwicklungen sind auf dem globalen M&A-Markt zu beobachten?
- Welche Strategieüberlegungen sind im Vorfeld einer M&A-Transaktion notwendig?

1.1 Der Begriff „Mergers & Acquisitions“

Allgemein gibt es für den Begriff Mergers & Acquisitions in der heutigen Literatur und im Praxisgebrauch **keine standardisierte Definition**. Nachfolgend soll deshalb ein Verständnis für diese Begrifflichkeit anhand ausgewählter Definitionen geschaffen werden (siehe auch Abbildung 1-1):

- [1] „Mergers & Acquisitions (M&A) sind Fusionen und Übernahmen von Unternehmen bzw. deren Teilbereichen oder Tochtergesellschaften.“⁵
- [2] Der Begriff „Fusion“ (Merger) beschreibt den Zusammenschluss zweier selbständiger Unternehmen zu einer wirtschaftlichen sowie rechtlichen Einheit. Eine „Akquisition“



⁵ Wirtz (2012), S. 11

(Acquisition) stellt den Erwerb eines bis dahin eigenständigen Unternehmens bzw. eines Unternehmensteils dar. Im Rahmen einer Akquisition verliert das Zielunternehmen⁶ seine wirtschaftliche, jedoch nicht zwingend seine rechtliche Selbständigkeit.

- [3] „M&A – auf Deutsch Fusion von Unternehmen und Erwerb von Unternehmen oder Unternehmensanteilen – steht für alle Vorgänge im Zusammenhang mit der Übertragung und Belastung von Eigentumsrechten an Unternehmen einschließlich der Konzernbildung, der Umstrukturierung von Konzernen, der Verschmelzung und Umwandlung im Rechtssinne, dem Squeeze-out⁷, der Finanzierung des Unternehmenserwerbs, der Gründung von Gemeinschaftsunternehmen sowie der Übernahme von Unternehmen.“⁸
- [4] „Der aus dem US-amerikanischen Investmentbanking stammende Begriff Mergers & Acquisitions (M&A) umschreibt den Handel (Kauf/Verkauf) mit Unternehmen, Unternehmensteilen und Unternehmensbeteiligungen und wird mit Fusionen und Unternehmensübernahmen übersetzt. In einer weiten Fassung umfasst er auch Kooperationen (Joint Venture, Allianzen etc.).“⁹
- [5] „M&A is a careful blend of art and science. On one hand it is multidisciplinary, complex and analytical. On the other, it is all about people, relationships, nuances, timing and instinct. This dynamic produces opportunity coupled with conflict, ambiguity and challenges, all supporting an exhilarating business ripe for those seeking to create value.“¹⁰

⁶ Das Zielunternehmen („Target“) ist bei einem Unternehmensverkauf das zum Verkauf stehende Unternehmen und bei einem Unternehmenskauf das zum Kauf stehende Unternehmen.

⁷ Ein Squeeze-Out ist ein Ausschlussverfahren zur Übertragung von Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen eine angemessene Barabfindung.

⁸ Mohr; Bärtl (2012), S. 238

⁹ Wirtz (2012), S. 11

¹⁰ Marks et al. (2012), S. XVIII

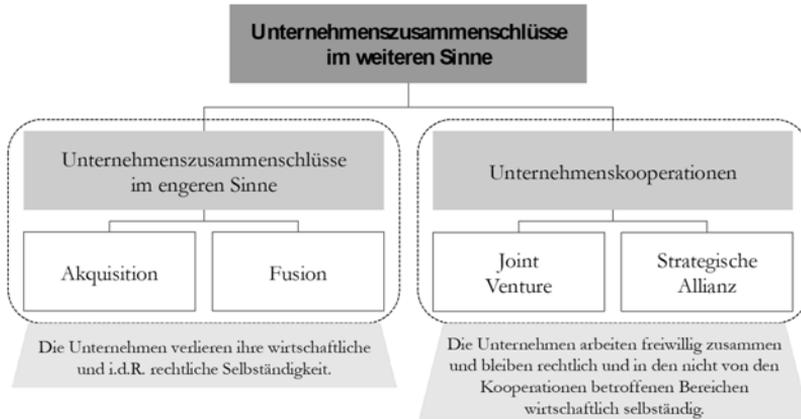


Abbildung 1-1: Formen von Unternehmenszusammenschlüssen¹¹

Um den M&A-Prozess zu beschreiben, haben sich in der Praxis folgende **zwei Betrachtungsansätze** bewährt:

- Geschäftsansatz
- Dienstleistungsansatz

Im Rahmen des **Geschäftsansatzes** wird der M&A-Prozess aus Sicht der handelnden Unternehmen beschrieben. Diese Sichtweise ist hauptsächlich im anglo-amerikanischen Bereich vertreten.

In der deutschsprachigen Literatur hingegen hat sich der **Dienstleistungsansatz** etabliert. Er beschreibt Dienstleistungen die durch Investmentbanken, M&A-Boutiquen, Rechtsanwaltskanzleien und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften angeboten werden. Mit Blick auf die Investmentbanken und M&A-Boutiquen reicht deren Beratungsangebot „von der Entscheidungsfindung einer Verkaufs- oder Übernahmestrategie über die Auswahl potenzieller Zielunternehmen und deren Bewertung bis hin zu den entsprechenden Übernahmeverhandlungen mit dem abschließenden Geschäftsabschluss.“¹²

¹¹ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Wirtz (2012), S. 13

¹² Ernst; Häcker (2011), S. 2

1.2 Der Markt für Mergers & Acquisitions

Vor allem in den USA können Mergers & Acquisitions auf eine lange Tradition zurückblicken. Bereits zur Zeit der industriellen Revolution wurden zahlreiche Unternehmenstransaktionen abgeschlossen. Heute setzt sich der Trend auf globaler Ebene fort.

1.2.1 Das Phänomen der US-amerikanischen „M&A-Wellen“

Der Markt für M&A ist durch das periodische Erscheinen von Auf- und Abschwüngen geprägt. Ähnlich wie der Konjunkturverlauf bewegt sich das M&A-Geschehen der letzten 100 Jahre ebenfalls in **Wellenform** (siehe Abbildung 1-2). Dabei haben die einzelnen Merger-Wellen zwar unterschiedliche Treiber, aber als Auslöser lassen sich historisch stets externe Schocks feststellen, die in den betroffenen Branchen und Märkten einen Anpassungsdruck erzeugten.¹³ Die Aufschwünge der einzelnen Wellen sind meist auf wirtschaftliche Veränderungen, politische Entscheidungen oder technische Innovationen zurückzuführen. Die Abschwünge hingegen sind Folge von wirtschaftlichen Krisen und Rezessionen der Weltwirtschaft.¹⁴

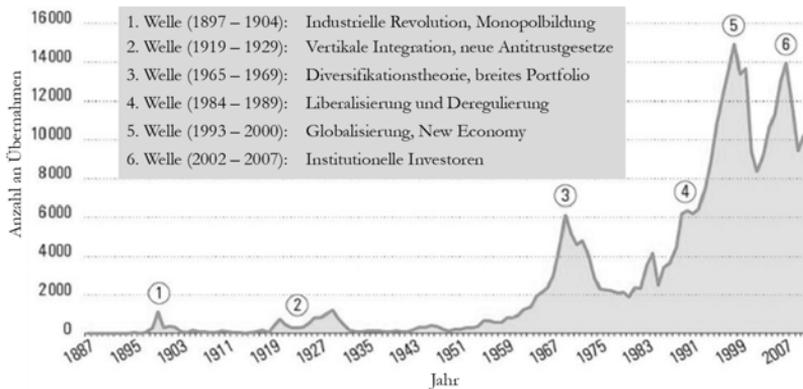


Abbildung 1-2: Die sechs M&A-Wellen (mit Beteiligung von US-Unternehmen)¹⁵

¹³ Vgl. Behringer (2013), S. 40

¹⁴ Vgl. Jansen (2008), S. 131

¹⁵ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Neue Züricher Zeitung (2013): „Kein Übernahmefieber trotz Aktien-Hausse“

- [1] **Erste Welle:** Die erste Merger-Welle vollzog sich gegen Ende des 19. Jahrhunderts, vornehmlich in den USA. Treibende Kraft hinter dieser Bewegung war die industrielle Revolution. Sie führte zu einer großen Welle von überwiegend horizontalen Zusammenschlüssen in der Schwerindustrie, mit dem Ziel der Vermeidung von Überkapazitäten und Preisdegression.¹⁶
- [2] **Zweite Welle:** Die zweite M&A-Welle in den 1920er Jahren (sog. „Roaring Twenties“) wurde von neuen Antitrustgesetzen und einem wirtschaftlichen Aufschwung angestoßen. Daraufhin ereigneten sich zahlreiche vertikale Integrationen von Unternehmen, welche in der Wertschöpfungskette vor- bzw. nachgelagert waren. Der anschließende Abschwung war eine Folge der Weltwirtschaftskrise von 1929 (Startzeitpunkt: sog. „Black Friday“), die zu einem Rückgang der M&A-Transaktionen von 85 Prozent innerhalb eines Jahres führte.¹⁷
- [3] **Dritte Welle:** In den 1960er Jahren konnte die nächste M&A-Welle festgestellt werden, die durch Übernahmen im Energiesektor und in der industriellen Massenproduktion gekennzeichnet war. Auslöser war diesmal der Wunsch der Unternehmen nach Portfolioerweiterungen und Diversifikation. Als Resultat entstanden mehrere breit aufgestellte Konglomerate.¹⁸
- [4] **Vierte Welle:** Die vierte M&A-Welle ereignete sich in den 1980er Jahren und wird auch als „Merger Mania“ bezeichnet. Triebfeder waren die Liberalisierung der Monopol- und Steuergesetze und die positiven wirtschaftlichen Zukunftsaussichten. Es kam zu zahlreichen primär horizontalen Unternehmenszusammenschlüssen, die auf die Nutzung von Synergiepotenzialen zurückzuführen sind. Ein weiteres Merkmal dieser Welle war die erstmals hohe Anzahl an feindlichen und stark fremdfinanzierten Übernahmen.¹⁹
- [5] **Fünfte Welle:** Die fünfte M&A-Welle wurde durch die zunehmende wirtschaftliche Globalisierung und damit einhergehende wettbewerbliche sowie technologische Veränderungen ausgelöst. Sie vollzog sich in den 1990er Jahren und war,

¹⁶ Vgl. Wirtz (2012), S. 96

¹⁷ Vgl. Lucks; Media Planet (Hrsg.) (2009), S. 2 und Wirtz (2012), S. 96

¹⁸ Vgl. Wirtz (2012), S. 97

¹⁹ Vgl. Wirtz (2012), S. 97

anders als die vorherigen Wellen, besonders von Mega-Deals, wie dem Zusammenschluss von Daimler-Benz und Chrysler, geprägt. Zudem spielte der Hype um sogenannte Dotcom-Unternehmen eine große Rolle. Mit dem Ende der „New Economy“²⁰ begab sich auch diese Welle wieder auf Talfahrt.²¹

- [6] **Sechste Welle:** Von 2002 bis 2007 konnte die sechste M&A-Welle festgestellt werden. Sie wurde durch deregulierte Welt- und Finanzmärkte begünstigt und durch die Erholung der Weltwirtschaft sowie durch die positive Entwicklung der Schwellenländer angetrieben. Hauptakteure in dieser Phase waren in erste Linie institutionelle Investoren (z.B. Private Equity und Hedgefonds), die einen Löwenanteil der globalen Transaktionen finanzierten. Das Platzen der Kreditblase auf dem US-Immobilienmarkt im Jahr 2007 markierte das Ende dieser M&A-Welle und führte zu einer weitreichenden Kreditklemme in zahlreichen Märkten.²²
- [7] **Siebte Welle:** Offiziell wird noch nicht von einer siebten M&A-Welle gesprochen, jedoch zeichnen sich deutliche Tendenzen dafür ab. Die fortschreitende Globalisierung, neue Technologien und zugleich prall gefüllte Kriegskassen diverser Unternehmen lassen eine siebte M&A-Welle bereits erahnen.²³

Abschließend werden drei **wichtige Erkenntnisse** im Zusammenhang mit den beobachteten M&A-Wellen aufgelistet:²⁴

- Die Depressionsphasen zwischen den einzelnen M&A-Wellen werden stetig kürzer.
- Die Anstiege zu Beginn und die Abstürze nach jeder Welle verlaufen sehr steil.
- Die Dauer der einzelnen M&A-Wellen wird immer kürzer.

²⁰ Bezeichnung für Wirtschaftsbereiche, die im Zusammenhang mit der Verbreitung des Internets und der Computer aufkamen und die wirtschaftlichen Abläufe teilweise grundlegend änderten.

²¹ Vgl. Wirtz (2012), S. 97 f.

²² Vgl. Wirtz (2012), S. 98

²³ Vgl. Furtner (2011), S. 16

²⁴ Vgl. Furtner (2011), S. 17

1.2.2 Aktuelle Entwicklungen auf dem M&A-Markt

Der **deutsche Markt** für Unternehmensübernahmen und -fusionen ist im Vergleich zu den USA oder Großbritannien nach wie vor schwächer entwickelt. Das weltweite Transaktionsvolumen bei M&A-Transaktionen betrug 3.330 Milliarden US-Dollar im Jahr 2008. Davon waren 32,4 Prozent den USA und lediglich 5,3 Prozent Deutschland zuzuschreiben.²⁵ Ferner stellt der M&A-Markt in Deutschland ein verhältnismäßig junges Phänomen dar. Während die USA bereits Ende des 19. Jahrhunderts einen ersten starken Anstieg der M&A-Aktivität verzeichnen konnten, begann sich der Markt für M&A in Deutschland erst mit der Wiedervereinigung zu entwickeln. Hauptsächlich in den Jahren 1999 und 2000 standen Big-Deals, wie etwa Vodafone-Mannesmann oder Daimler-Chrysler, im Mittelpunkt. Allerdings ist der Markt für M&A in Deutschland bereits zwei Jahre später fast zusammengebrochen, bis schließlich im Jahr 2005 wieder ein steigendes Transaktionsvolumen zu beobachten war.²⁶

Die **Finanzkrise** (laut Gesellschaft für deutsche Sprache (GfdS) das „Wort des Jahres 2008“) verursachte dann einen Abwärtstrend seit Mitte 2007, der sich in 2008 drastisch verschärfte.²⁷ Seinen Tiefpunkt hatte der Abwärtstrend Mitte 2009. Diese Talsohle konnte hinsichtlich der M&A-Aktivitäten auf globaler Ebene im Jahr 2010 durchschritten werden, woraufhin das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen wieder anzog.²⁸

Das Jahr 2015 zählt zu einem der leistungsstärksten Jahre hinsichtlich erzieltm M&A-Transaktionsvolumen. Das Gesamtvolumen der im Jahr 2015 weltweit angekündigten M&A-Deals setzte mit ca. 3.800 Mrd. USD (seit 2007) eine neue Höchstmarke und lag über dem bereits hohem Vorjahreswert von 3.600 Mrd. USD.²⁹

Im ersten Halbjahr 2020 wurden auf globaler Ebene 6.938 M&A-Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von ca. 901,5 Mrd. USD abgeschlossen. Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2019 entspricht dies einem Rückgang der Deals um ca. 32% und des kumulierten Transaktionsvolumens um 52,7%. Die deutliche Abnahme in 2020 ist auf die globalen Auswirkungen der **COVID-19 Pandemie** zurückzuführen. Für viele

²⁵ Vgl. Kunisch; Müller-Stewens (Hrsg.) (2009), S. 48

²⁶ Vgl. Raupach (2007), S. 204

²⁷ Vgl. Gesellschaft für deutsche Sprache (GfdS) (2016)

²⁸ Vgl. Spanninger, Müller-Stewens (Hrsg.) (2011), S. 49 ff.

²⁹ Vgl. Baigorri; Bloomberg (Hrsg.) (2016) „2015 was best-ever year for M&A; This year looks good too“

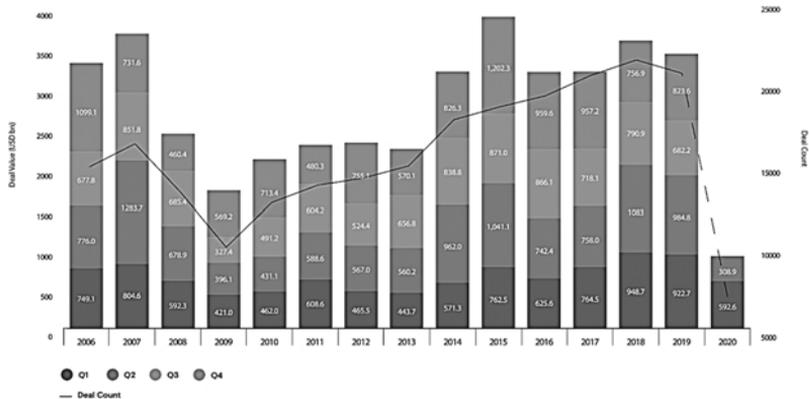


Abbildung 1-3: Globale Transaktionsentwicklung auf Quartalsbasis von 2006 bis 2020³⁰

Unternehmen ist aktuell die Liquiditätssteuerung von essenzieller Bedeutung und Investitionsvorhaben, zu denen auch M&A-Transaktionen zählen, werden auf einen späteren Zeitpunkt verschoben. Sobald ein Abklingen der Corona-Krise zu erkennen sein wird, sollte es aufgrund sinkender Unternehmensbewertungen erfahrungsgemäß wieder zu einer Belebung der M&A-Aktivität kommen.³¹

1.3 Strategieentwicklung im Rahmen eines M&A-Projektes

Um ein umfassendes Verständnis für M&A-Vorhaben zu entwickeln, ist es wichtig, strategische Überlegungen im Vorfeld einer Transaktion zu kennen. Welche Motive leiten M&A-Akteure? Welche Übernahmetechniken stehen den Käufern zur Verfügung? Welche Arten des Unternehmenserwerbs gibt es? Warum scheitern M&A-Transaktionen und warum reüssieren andere? Diese Fragen werden in den folgenden Abschnitten behandelt.

1.3.1 Motive für M&A-Transaktionen

Unternehmenszusammenschlüsse entstehen durch die Verschmelzung von zwei oder mehr rechtlich und wirtschaftlich selbständigen

³⁰ Quelle: Mergermarket (2020a), S. 7

³¹ Vgl. Mergermarket (2020a), S. 5