

SCHÄFFER  
POESCHEL

# Inhaltsübersicht

Vorwort .....	V
<i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i>	
Abkürzungsverzeichnis .....	XXV

## A. Planung der Mergers & Acquisitions

I. Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i> .....	2
II. Corporate Governance beim Unternehmenskauf <i>Dr. Dirk Classen</i> .....	48
III. Mergers & Acquisitions als strategisches Instrument im Rahmen der Branchenkonsolidierung <i>Dr. Christian Timmreck, Bernd Bätzner</i> .....	83
IV. Steuerliche Strukturierung der Transaktionen <i>Dr. Stephan Eilers, L.L.M. (Tax), Dr. Anke Ortman</i> .....	110

## B. Durchführung der Mergers & Acquisitions

V. Das vorvertragliche Verhandlungsstadium bei der Durchführung von Mergers & Acquisitions <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i> .....	156
VI. Vertragliche Gestaltung des Unternehmenskaufs <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i> .....	206
VII. Vertragliche Gestaltung besonderer Erscheinungsformen der Mergers & Acquisitions <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i> .....	270
VIII. Unternehmensbewertung <i>Prof. Dr. Ulrich Hommel, Ph.D., Gunnar Grass</i> .....	374
IX. Zusammenschlusskontrolle <i>Dr. Helmut Bergmann</i> .....	400

## C. Integration bzw. Implementierung der Mergers & Acquisitions

X. Integrationsmanagement <i>Dr. Eric Bartels, Dr. Sabine Cosack</i> .....	450
XI. Rechtliche Parameter der Integrations- bzw. Implementierungs- maßnahmen, insbesondere der Restrukturierungsmaßnahmen <i>Prof. Dr. Gerhard Picot, Dr. Achim Fuhrmanns</i> .....	471
XII. Personelle und kulturelle Integration <i>Prof. Dr. Gerhard Picot</i> .....	496
XIII. Interne und externe Kommunikation <i>Dr. Rainer Zimmermann, Jürgen Herres</i> .....	534
XIV. Trends, Tools, Thesen und empirische Tests zum Integrations- management bei Unternehmenszusammenschlüssen <i>Prof. Dr. Stephan A. Jansen, Clemens Brugger</i> .....	565
Stichwortverzeichnis .....	599
Herausgeber und Autoren .....	611

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Abkürzungsverzeichnis .....	XXV

## A. Planung der Mergers & Acquisitions ..... 1

<b>I. Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Parameter bei der Planung der Mergers &amp; Acquisitions .....</b>	<b>2</b>
1. Einführung .....	2
a) M&A-Weltmarkt für Unternehmen .....	2
b) Die Entwicklung des weltweiten Unternehmensmarktes .....	3
c) Die Entwicklung des europäischen Unternehmensmarktes .....	5
d) Die Entwicklung des deutschen Unternehmensmarktes .....	5
e) M&A-Aktivitäten als zyklisches Phänomen .....	8
f) Tendenzen für die Zukunft des M&A-Marktes .....	9
2. Mergers & Acquisitions an der Schnittstelle zwischen Unternehmen und Kapitalmärkten .....	14
a) Überblick .....	14
b) Marktkapitalisierung als strategische Waffe .....	15
aa) Macht durch Marktkapitalisierung .....	15
bb) Wachstum der Marktkapitalisierungen .....	16
(1) Keine Kontrolle .....	17
(2) Kontrolle durch Leistung .....	17
(3) Kontrolle durch Größe .....	17
(4) Volle Kontrolle .....	17
3. Mergers & Acquisitions als eigenständiges, auf internationalem Know-how basierendes Fachgebiet .....	18
4. Fusionitis oder neue Managementstrategie .....	22
a) Drei Phasen bei Fusionen und Übernahmen .....	22
b) Grundlegende Gesichtspunkte zum M&A-Management .....	23
c) Erfolgsfaktoren während der Integrationsphase .....	23
aa) Beurteilung durch den Markt gegenüber dem Kriterium der Kapitalkosten .....	24
bb) Weitere Erfolgskriterien .....	25
5. Begriff der Mergers & Acquisitions, insbesondere der Unternehmenszusammenschluss sowie der Unternehmenskauf und -verkauf .....	26
6. Die Planung der Mergers & Acquisitions .....	27
a) Vorarbeiten, Studien und Analysen .....	27
b) Die Planung der Mergers & Acquisitions .....	27
aa) Die Frage nach dem »Ob« .....	27
bb) Die Frage nach dem »Wann« .....	28
cc) Die Frage nach dem »Wie« .....	29

c)	Die Ablaufplanung . . . . .	30
d)	Die Ablaufplanung für Transaktionen im Wege des (beschränkten) Bietungs- bzw. Auktionsverfahrens . . . . .	31
7.	Wirtschaftsrechtliche Parameter der M&A-Planung . . . . .	37
a)	Nationale wirtschaftsrechtliche Parameter . . . . .	37
b)	Das regulatorische Umfeld im deutschen Markt für Corporate Control . . . . .	37
aa)	Wettbewerbsrecht . . . . .	38
bb)	Vertrags- und Gesellschaftsrecht . . . . .	38
cc)	Wertpapierhandelsgesetz . . . . .	39
dd)	Wertpapier-Übernahmegesetz (WpÜG) . . . . .	39
ee)	Corporate Governance Kodex . . . . .	40
c)	Überwindung nationaler Rechtsordnungen . . . . .	41
aa)	Transnationale Gesellschaftsformen, insbesondere grenzüberschreitende Verschmelzung von Unternehmen . . . . .	42
bb)	Globale Bewertungs- und Bilanzierungsstandards . . . . .	44
cc)	Die »Welt-AG« . . . . .	44
d)	M&A-USancen als eigenständiges »Transaktionsrecht« . . . . .	44
e)	Der Einfluss der anglo-amerikanischen M&A-Praxis . . . . .	45
f)	Der Trend zur »One-Stop-Shop«-M&A-Beratung . . . . .	45
	Literatur . . . . .	46
<b>II.</b>	<b>Corporate Governance beim Unternehmenskauf . . . . .</b>	<b>48</b>
1.	Einleitung . . . . .	48
2.	Begriff und Entwicklung der Corporate Governance . . . . .	50
3.	Rechtliche Grundlagen der Corporate Governance . . . . .	51
a)	Internationale Regelungen . . . . .	51
aa)	»Sarbanes-Oxley Act« . . . . .	51
bb)	Der Europäische Aktionsplan 2003 . . . . .	51
cc)	Umsetzung der politischen Pläne . . . . .	54
(1)	»Europäisches Corporate Governance Forum« und Beirat . . . . .	54
(2)	Richtlinie 2007/36/EG . . . . .	54
(3)	Empfehlungen über die Stellung nicht geschäftsführender Direktoren . . . . .	55
(4)	Richtlinie 2006/46/EG . . . . .	56
(5)	Zusammenfassung . . . . .	57
b)	Nationale Regelungen . . . . .	58
aa)	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) . . . . .	58
bb)	Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) . . . . .	59
(1)	Aufbau des DCGK . . . . .	60
(2)	Die Regelungen des DCGK im Überblick . . . . .	61
(3)	Jüngste Neuerungen des DCGK . . . . .	64
(4)	Entsprechenserklärung nach § 161 AktG . . . . .	65
(5)	Rechtliche Folgen im Falle eines Verstoßes gegen den DCGK . . . . .	66
(6)	Rechtsnatur des DCGK . . . . .	68
(7)	Umsetzung des DCGK in der Praxis . . . . .	69

cc) Gesetz über die Offenlegung der Vorstandvergütungen (VorstOG)	70
dd) Reformbestrebungen: Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG) . . . . .	72
(1) Anforderung an die Besetzung des Aufsichtsrates/ Prüfungsausschuss. . . . .	72
(2) Erweiterte Entsprechenserklärung im Sinne des § 161 AktG . .	72
(3) Erklärung zur Unternehmensführung im Sinne des § 289a HGB-RefE . . . . .	73
4. Typische Probleme der Corporate Governance beim Unternehmenskauf. . .	73
a) Die Organhaftung beim Unternehmenskauf und Business Judgement Rule . . . . .	73
b) Abfindung von Vorstandsmitgliedern bei vorzeitigem Ausscheiden. . . .	75
c) Tätigkeit eines Aufsichtsrates für ein Konkurrenzunternehmen . . . . .	76
5. Corporate Governance für Familien- und Mittelstandsunternehmen. . . . .	77
a) Einführung von Corporate-Governance-Strukturen. . . . .	77
b) Übernahme des DCGK für Familien- und Mittelstandsunternehmen? . .	78
c) »Governance Kodex für Familienunternehmen« . . . . .	79
Literatur . . . . .	80

### III. Mergers & Acquisitions als strategisches Instrument im Rahmen der Branchenkonsolidierung . . . . .

1. Einleitung . . . . .	83
2. Unternehmensstrategie als Resultat ökonomischer Theorien. . . . .	84
a) Die fünf maßgeblichen Wettbewerbskräfte nach Michael Porter. . . . .	85
b) Economies of Scale und Economies of Scope – Gibt es einen Zusammenhang zwischen Größe und Profitabilität? . . . . .	88
c) Die erweiterte Produkt-Markt-Matrix nach Ansoff . . . . .	89
d) Die BCG-Portfoliomatrix – Lernkurveneffekt und Produktlebenszyklus	91
e) Merger Endgames – M&A als Unternehmenszweck? . . . . .	93
3. Die verschiedenen Arten von Branchenkonsolidierung. . . . .	95
a) Konsolidierungstendenzen nach der Liberalisierung von Märkten . . . .	95
b) Konsolidierungstrends nach erfolgreicher Etablierung neuer Geschäftsmodelle . . . . .	96
c) Professionalisierung bzw. Industrialisierung als Treiber für die Konsolidierung . . . . .	97
d) Globalisierung als Konsolidierungstreiber . . . . .	97
e) Konsolidierung zweiter Ordnung . . . . .	97
4. Der Prozess der Branchenkonsolidierung am Beispiel der Automobil- industrie . . . . .	98
a) Konsolidierung auf Ebene der Automobilhersteller . . . . .	98
b) Konsolidierung auf Ebene der Zulieferer . . . . .	101
c) Finanzinvestoren als Katalysatoren innerhalb der Konsolidierung . . . .	103
d) Kooperationen als Alternative zu M&A-Transaktionen . . . . .	105
e) Dekonsolidierung als nächste Welle . . . . .	105
5. Zusammenfassung und Fazit . . . . .	107
Literatur . . . . .	108

<b>IV. Steuerliche Strukturierung der Transaktion</b> . . . . .	110
1. Einleitung/Gang der Darstellung . . . . .	110
2. Allgemeine Grundsätze . . . . .	111
a) Frühzeitige Strukturierung. . . . .	111
b) Keine einseitige Strukturierung . . . . .	111
c) Keine rein nationale Strukturierung. . . . .	112
d) Formen des Unternehmenskaufes. . . . .	112
3. Steuerliche Ausgangssituation von Veräußerer und Erwerber . . . . .	112
a) Veräußerer . . . . .	112
aa) Steuerfreiheit. . . . .	113
bb) Steuerbegünstigung von außerordentlichen Einkünften. . . . .	116
cc) Abgeltungsteuer . . . . .	118
dd) Ungeminderte Einkommensteuer. . . . .	119
b) Erwerber . . . . .	120
4. Steuerliche Auswirkungen des »Asset Deal« und des »Share Deal«. . . . .	124
a) Veräußerung von Einzelwirtschaftsgütern (Asset Deal) . . . . .	124
aa) Ertragsteuern . . . . .	124
bb) Kaufpreisaufteilung. . . . .	125
cc) Grunderwerbsteuer . . . . .	127
dd) Umsatzsteuer . . . . .	127
b) Veräußerung von Anteilen an einer Personengesellschaft. . . . .	129
aa) Ertragsteuern . . . . .	129
bb) Grunderwerbsteuer . . . . .	130
cc) Umsatzsteuer . . . . .	130
c) Veräußerung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft (Share Deal) . . . . .	131
aa) Ertragsteuern . . . . .	131
bb) Grunderwerbsteuer . . . . .	133
cc) Umsatzsteuer . . . . .	133
5. Die steuerfreie Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften gemäß § 8 b KStG . . . . .	134
a) Bedeutung und Funktion von § 8 b Abs. 2 KStG . . . . .	134
b) Tatbestandsmerkmale von § 8b Abs. 2 KStG . . . . .	135
aa) Persönlicher Anwendungsbereich . . . . .	135
bb) Sachlicher Anwendungsbereich. . . . .	135
(1) Allgemeines. . . . .	135
(2) Einschränkungen der Veräußerungsgewinnbefreiung. . . . .	136
(3) Wiedergewährung der Steuerfreiheit (Rückausnahmen gem. § 8b Abs. 4 S. 2 KStG a.F.) . . . . .	141
c) Gewinne im Sinne des § 8b Abs. 2 KStG . . . . .	142
aa) Veräußerungsgewinn . . . . .	142
bb) Konzerninterne Transaktionen (verdeckte Einlagen/ verdeckte Gewinnausschüttungen) . . . . .	142
cc) Gewinn aus Auflösung . . . . .	143
dd) Gewinn aus der Herabsetzung des Nennkapitals. . . . .	143
ee) Wertaufholungsgewinne . . . . .	143
ff) Veräußerungsgewinnbesteuerung . . . . .	143

d)	Gewerbesteuer . . . . .	145
e)	Pauschalisiertes Betriebsausgabenabzugsverbot bei Dividenden . . . . .	145
f)	Verluste bei der Veräußerung von Beteiligungen (§ 3c Abs. 2 EStG; § 8b Abs. 3 KStG) . . . . .	145
6.	Veräußerung von Organbeteiligungen . . . . .	146
a)	Einleitung/Gestaltungsziele . . . . .	146
b)	Organschaft und unterjährige Anteilsveräußerung . . . . .	146
aa)	Gesellschaftrecht . . . . .	146
bb)	Steuerrechtliche Beurteilung . . . . .	147
7.	»Tax Due Diligence« . . . . .	148
a)	Ziele und Inhalt der Tax Due Diligence . . . . .	148
b)	Vertragliche Begleitmaßnahmen aus der Sicht des Erwerbers . . . . .	150
c)	Typische Problemfelder für die Tax Due Diligence . . . . .	150
	Literatur . . . . .	151

## **B. Durchführung der Mergers & Acquisitions . . . . . 155**

### **V. Das vorvertragliche Verhandlungsstadium bei der Durchführung von Mergers & Acquisitions . . . . . 156**

1.	Einführung in die wirtschaftsrechtlichen Aspekte der Durchführung von Mergers & Acquisitions . . . . .	156
2.	Vorvertragliches Verhandlungsstadium, insbesondere Aufnahme von Vertragsverhandlungen als Schuldverhältnis gemäß § 311 Abs. 2 BGB mit Pflichten nach § 241 Abs. 2 BGB . . . . .	157
3.	Due Diligence . . . . .	162
a)	Ursprünge der »Due Diligence« und des Due-Diligence-Konzeptes . . . . .	162
b)	Rechtliche Pflicht zur Durchführung einer Due Diligence? . . . . .	163
c)	Inhalt der Due Diligence . . . . .	166
d)	Planung und Ablauf der Due Diligence . . . . .	168
aa)	Informationsquellen . . . . .	168
bb)	Due-Diligence-Team . . . . .	168
cc)	Ablauforganisation der Due Diligence . . . . .	171
dd)	Teilbereiche der Due Diligence . . . . .	172
e)	Funktionen der Due Diligence . . . . .	173
aa)	Basic und External Due Diligence . . . . .	173
bb)	Financial Due Diligence . . . . .	176
cc)	Marketing Due Diligence . . . . .	178
(1)	Interne Unternehmensanalyse . . . . .	179
(2)	Externe Unternehmensanalyse . . . . .	180
dd)	Legal und Tax Due Diligence . . . . .	182
(1)	Legal Due Diligence . . . . .	182
(2)	Tax Due Diligence . . . . .	183
ee)	Human Resources . . . . .	184
(1)	Checkliste zur HR-Due-Diligence . . . . .	185
(2)	HR in der Due-Diligence-Phase . . . . .	186

ff)	Environmental Due Diligence . . . . .	189
gg)	Organizational und IT Due Diligence . . . . .	190
hh)	Due Diligence und Unternehmensbewertung. . . . .	191
ii)	Due-Diligence-Report und Executive Summary . . . . .	193
f)	Due Diligence als fester Bestandteil bei M&A-Projekten . . . . .	193
4.	Die Verletzung vorvertraglicher Pflichten. . . . .	194
a)	Pflichtverletzung bei unrichtigen Angaben des Unternehmens- verkäufers, insbesondere im Rahmen der Due Diligence (positives Tun) . . . . .	194
b)	Pflichtverletzung durch Verschweigen von Tatsachen (Unterlassen) . .	197
c)	Das Vertretenmüssen der Pflichtverletzung . . . . .	200
d)	Geheimhaltungsvereinbarungen. . . . .	201
e)	Option . . . . .	201
f)	Vorvertrag . . . . .	202
	Literatur . . . . .	202

**VI. Vertragliche Gestaltung des Unternehmenskaufs . . . . . 206**

1.	Der Unternehmenskaufvertrag – Vertragliche Gestaltung und Abschluss . .	206
a)	Der Unternehmenskauf als gesetzlich typisierte Erscheinungsform der Mergers & Acquisitions . . . . .	206
b)	Allgemeines zur Vertragsgestaltung . . . . .	208
c)	Arten und Gegenstände des Unternehmenskaufs: Kauf einzelner Wirtschaftsgüter (Asset Deal) und Kauf einer Beteiligung an einer Gesellschaft (Share Deal) . . . . .	209
aa)	Vertragsgegenstand beim Asset Deal. . . . .	210
bb)	Vertragsgegenstand beim Share Deal. . . . .	212
d)	Kaufpreis . . . . .	213
aa)	Die Bestimmung des Kaufpreises . . . . .	213
bb)	Die Vereinbarung variabler Kaufpreisklauseln. . . . .	216
cc)	Die Vereinbarung von Cash-free- und Debt-free-Klauseln . . . . .	217
e)	Sonderregelung beim Asset Deal: Übergang von Rechten und Pflichten aus Arbeitsverhältnissen (Betriebsübergang gemäß § 613a BGB) und bei der Umwandlung nach Umwandlungsgesetz. . . . .	219
aa)	Die Tatbestandsvoraussetzungen des § 613a Abs. 1 BGB. . . . .	221
(1)	Der Begriff des Betriebes oder Betriebsteils . . . . .	221
(2)	Die Übertragung durch Rechtsgeschäft . . . . .	223
(3)	Der Zeitpunkt des Übergangs . . . . .	224
bb)	Übergang der individuellen arbeitsvertraglichen und kollektivrechtlichen Rechte und Pflichten . . . . .	225
cc)	Gesamtschuldnerische Haftung. . . . .	228
dd)	Der besondere Kündigungsschutz . . . . .	228
ee)	Das Widerspruchsrecht der Arbeitnehmer. . . . .	229
ff)	Die Betriebsänderung . . . . .	229
gg)	Informationspflichten nach dem Umwandlungsgesetz . . . . .	229
f)	Das Gewährleistungs- und Haftungssystem . . . . .	230

aa)	Allgemeines zum Mängel- und Haftungsrecht. . . . .	231
	(1) Mangelbegriff . . . . .	232
	(2) Pflicht zur Lieferung einer mangelfreien Sache . . . . .	232
	(3) Rechte des Käufers bei Vorliegen eines Mangels . . . . .	234
bb)	Die Haftung der Geschäftsführer. . . . .	242
cc)	Die Haftung der Berater . . . . .	243
g)	Die Kenntnis des Käufers gemäß § 442 BGB und die Auswirkungen der Due Diligence auf das Haftungssystem . . . . .	243
aa)	Due Diligence und vertragliche Haftungsregelungen. . . . .	244
bb)	Die Auswirkungen einer nicht durchgeführten Due Diligence. . . . .	245
	(1) Kenntnis des Käufers von einem Mangel gemäß § 442 BGB . . . . .	245
	(2) Grob fahrlässige Unkenntnis des Käufers von einem Mangel . . . . .	245
cc)	Die Auswirkungen einer durchgeführten Due Diligence auf die Gewährleistungsrechte des Käufers . . . . .	249
	(1) Kenntniserlangung des Käufers von einem Mangel . . . . .	250
	(2) Grob fahrlässige Unkenntnis des Käufers von einem Mangel . . . . .	251
h)	Störung der Geschäftsgrundlage gemäß § 313 BGB und sog. Material-Adverse-Change-Klauseln . . . . .	253
i)	Die Vereinbarung von Conduct of Business-Klauseln . . . . .	254
j)	Haftung für Altverbindlichkeiten . . . . .	254
k)	Wettbewerbsvereinbarungen . . . . .	255
l)	Verfügungsbeschränkungen, Zustimmungs- und Genehmigungs- erfordernisse . . . . .	256
m)	Deutsches und europäisches Kartellrecht . . . . .	260
n)	Form des Vertrages . . . . .	260
o)	Closing . . . . .	262
p)	Anmeldung des Erwerbs einer Kapitalgesellschaft oder Beteiligung (§ 16 GmbHG) . . . . .	262
	Literatur . . . . .	266

## VII. Vertragliche Gestaltung besonderer Erscheinungsformen

	<b>der Mergers &amp; Acquisitions</b> . . . . .	270
1.	Kooperationen, Allianzen und Joint Ventures. . . . .	271
a)	Die wirtschaftliche Bedeutung von Kooperationen, Allianzen und Joint Ventures . . . . .	271
b)	Die begriffliche Abgrenzung von Kooperationen, Allianzen und Joint Ventures . . . . .	275
c)	Zentrale Regelungsbereiche eines Joint Ventures . . . . .	277
aa)	Zentrale Regelungsbereiche eines Contractual Joint Ventures . . . . .	277
	(1) Haftungsregelungen. . . . .	278
	(2) Ausscheiden von Mitgliedern . . . . .	278
bb)	Zentrale Regelungsbereiche eines Equity Joint Ventures . . . . .	278
	(1) Die Rechtsform der Gesellschaft beim Equity Joint Venture . . . . .	281
	(2) Der Sitz der Gesellschaft beim Equity Joint Venture . . . . .	286
	(3) Steuerliche Belastungen . . . . .	286
	(4) Bilanztechnische Behandlung . . . . .	286

---

(5) Finanzierung . . . . .	286
(6) Leitung und Entscheidungskompetenzen . . . . .	287
(7) Ausscheiden von Mitgliedern oder Beendigung des Equity Joint Venture . . . . .	287
(8) Streitbeilegung . . . . .	287
cc) Genehmigungen Dritter . . . . .	287
(1) Kartellrecht . . . . .	287
(2) Genehmigung der Gesellschafter . . . . .	288
dd) Rechte der Arbeitnehmer . . . . .	288
ee) Gesellschaftsverträge . . . . .	288
ff) Gewährleistung und Due Diligence . . . . .	289
2. Unternehmenszusammenschluss (Umwandlung) . . . . .	290
a) Umwandlungsarten und umwandlungsfähige Unternehmen . . . . .	291
aa) Die Verschmelzung . . . . .	291
bb) Die Spaltung . . . . .	293
cc) Die Vermögensübertragung . . . . .	296
dd) Der Formwechsel . . . . .	296
b) Das Verfahren bei den Umwandlungen . . . . .	297
3. Die feindliche Übernahme (Hostile Takeover) . . . . .	298
a) Entwicklung der internationalen Regelungen zur Unternehmens- übernahme . . . . .	298
b) Die EU-Übernehmerichtlinie . . . . .	299
c) Das deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) . . . . .	301
aa) Gliederung, Anwendungsbereich, Begriffsbestimmungen und allgemeine Grundsätze des WpÜG . . . . .	302
bb) Pflichten des Bieters . . . . .	303
(1) Angebote zum Erwerb von Wertpapieren (§§ 10 ff. WpÜG) . . . . .	304
(2) Übernahmeangebote (§§ 29 ff. WpÜG) . . . . .	305
(3) Pflichtangebote (§§ 35 ff. WpÜG) . . . . .	306
cc) Pflichten der Zielgesellschaft und ihrer Organe . . . . .	307
dd) Die Aufsicht bei Angeboten nach dem WpÜG durch das Bundesaufsichtsamt für das Finanzwesen . . . . .	308
d) Der Squeeze-out von Minderheitsaktionären . . . . .	309
aa) Der aktienrechtliche Squeeze-out von Minderheitsaktionären . . . . .	309
bb) Der übernahmerechtliche Squeeze-out von Minderheits- aktionären . . . . .	311
e) Techniken und Abwehr der feindlichen Übernahme . . . . .	312
aa) Techniken der feindlichen Übernahme . . . . .	312
bb) Abwehr von feindlichen Übernahmen . . . . .	313
(1) Das duale System von Vorstand und Aufsichtsrat/ Two tier board . . . . .	313
(2) Poison pill . . . . .	313
(3) White Knight . . . . .	314
(4) Ausgabe von Namensaktien . . . . .	314
(5) Rückkauf eigener Aktien . . . . .	314

---

(6) Zukauf von Unternehmen . . . . .	315
(7) Crown Jewels . . . . .	315
(8) Pac Man . . . . .	315
(9) Golden Shares and Golden Parachutes . . . . .	315
(10) Werbekampagnen . . . . .	318
4. Unternehmenssicherungen und -nachfolgen . . . . .	318
a) Unternehmenssicherungen und -nachfolgen bei Familien- unternehmen . . . . .	318
b) Abgrenzung der familieninternen gegenüber der familienexternen Unternehmensnachfolge . . . . .	320
aa) Die familieninterne Unternehmensnachfolge . . . . .	321
bb) Die familienexterne Unternehmensnachfolge . . . . .	323
5. Management Buy-out (MBO) und Management Buy-in (MBI) – Private Equity . . . . .	324
a) Unternehmensnachfolgen und Beteiligungen durch Private Equity . . . . .	324
b) Buy-out-Transaktionen . . . . .	324
aa) Begriffsbestimmungen . . . . .	324
bb) Motive . . . . .	325
cc) Besonderheiten der MBO- oder MBI-Transaktionen . . . . .	326
dd) Struktur einer Buy-out-Transaktion . . . . .	327
6. Public Private Partnership (PPP) . . . . .	328
a) Begriff der Public Private Partnership (»PPP«) . . . . .	328
b) Abgrenzung zur Privatisierung . . . . .	329
c) PPP als Allheilmittel oder Risikofaktor für die Finanzkrisen der öffentlichen Haushalte . . . . .	330
(1) Effektivitäts- und Effizienzsteigerung durch PPP . . . . .	331
(2) Finanzielle Entlastung der öffentlichen Haushalte . . . . .	332
(3) Schnellere Realisierungsmöglichkeiten . . . . .	332
(4) Modernisierung . . . . .	332
(5) Einzelfallbetrachtung . . . . .	333
(6) Nur eingeschränkte Abhängigkeit der Verwaltung von Privatunternehmen . . . . .	333
(7) Rechtsunsicherheit . . . . .	334
7. Going Public/Börsengang (Initial Public Offering – IPO) . . . . .	334
a) Die Bedeutung der Börsengänge . . . . .	335
b) Die Motive für den Börsengang . . . . .	335
c) Die Maßnahmen beim Börsengang im Einzelnen . . . . .	336
(1) Aufträge an Berater/Dienstleister . . . . .	337
(2) Kick-off-Meeting . . . . .	338
(3) Beginn Due Diligence/Prospekterstellung . . . . .	338
(4) Gegebenenfalls (erste) Gesellschafterversammlung (Hauptversammlung) . . . . .	339
(5) Verhandlung der wesentlichen Verträge, insbesondere des Übernahmevertrages . . . . .	341
(6) Gegebenenfalls (zweite) Gesellschafterversammlung (Hauptversammlung) . . . . .	346

(7) Analystenpräsentation . . . . .	347
(8) Antrag auf Billigung des Wertpapierprospekts/ Prospekteinreichung . . . . .	348
(9) Wahl des Marktsegments/Transparenzstandards . . . . .	348
(10) Antrag auf Börsenzulassung . . . . .	350
(11) »Black-out-Period« . . . . .	351
(12) Abgabe des Comfort Letter bzw. der Legal Opinions . . . . .	351
(13) Billigung des Wertpapierprospektes . . . . .	351
(14) Hinweisbekanntmachung auf den Wertpapierprospekt. . . . .	352
(15) Roadshow/Bookbuilding/Auktionsverfahren . . . . .	352
(16) Unterzeichnung des Übernahmevertrages . . . . .	356
(17) Gegebenenfalls Unterzeichnung des Zeichnungsscheines/ Einzahlung der Kapitalerhöhung/Handelsregister- anmeldung. . . . .	357
(18) Gegebenenfalls Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister. . . . .	357
(19) Ende Bookbuilding/Preisfestsetzung/Zuteilung . . . . .	358
(20) Zulassung der Aktien zum Handel. . . . .	358
(21) Hinweisbekanntmachung. . . . .	358
(22) Notierungsaufnahme . . . . .	359
(23) »Closing« . . . . .	359
(24) Greenshoe-Ausübung . . . . .	360
(25) Greenshoe-Closing . . . . .	362
(26) Ende Black-out-Period . . . . .	362
d) Gesamt-Ablaufplan des Börsenganges. . . . .	362
(1) Vom »Kick-off-Meeting« bis zur Prospekteinreichung . . . . .	362
(2) Von der Antragstellung bis zum Closing . . . . .	365
e) Nachgründungsvorschriften. . . . .	369
8. Internationale (crossborder) Mergers & Acquisitions. . . . .	370
Literatur . . . . .	372

## **VIII. Unternehmensbewertung . . . . . 374**

### Einleitung . . . . . 374

#### 1. Fundamentale Verfahren . . . . . 375

##### a) Discounted-Cashflow-Methode . . . . . 375

###### aa) Definition und Planung der bewertungsrelevanten Cashflows . . . . . 376

###### bb) Definition und Planung der Kapitalkosten. . . . . 379

###### cc) Schätzung des Fortführungswertes . . . . . 384

###### dd) Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses . . . . . 387

##### b) Ertragswertverfahren . . . . . 388

##### c) Beurteilung . . . . . 390

#### 2. Marktorientierte Verfahren. . . . . 390

##### a) Methode vergleichbarer börsennotierter Unternehmen . . . . . 391

##### b) Methode vergleichbarer Transaktionen. . . . . 392

##### c) Anwendung . . . . . 392

##### d) Beurteilung . . . . . 394

3. Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren . . . . .	394
a) Methodik . . . . .	395
b) Beurteilung . . . . .	395
4. Akademischer Diskurs . . . . .	395
a) Unterschiede zwischen Transaktionspreis und Unternehmenswert . . . . .	396
b) Positive und negative Werteffekte im M&A-Kontext . . . . .	397
5. Zusammenfassung . . . . .	398
Literatur . . . . .	398
<b>IX. Zusammenschlusskontrolle . . . . .</b>	<b>400</b>
1. Vorbemerkungen . . . . .	400
2. Europäische Fusionskontrolle . . . . .	401
a) Anwendungsbereich . . . . .	401
aa) Zusammenschlusstatbestände . . . . .	402
(1) Allgemeines . . . . .	402
(2) Fusion . . . . .	402
(3) Erwerb der Kontrolle . . . . .	403
(4) Ausnahmen vom Zusammenschlusstatbestand . . . . .	405
bb) Umsatzschwellen . . . . .	405
b) Materielle Beurteilung von Zusammenschlüssen . . . . .	408
aa) Marktabgrenzung . . . . .	409
(1) Allgemeines . . . . .	409
(2) Sachlich relevanter Markt . . . . .	409
(3) Räumlich relevanter Markt . . . . .	410
bb) Marktbeherrschung . . . . .	411
cc) Begründung oder Verstärkung von Marktbeherrschung . . . . .	413
dd) Oligopolmarktbeherrschung . . . . .	415
ee) Nebenabreden . . . . .	416
c) Verfahren . . . . .	418
aa) Vorherige Anmeldung . . . . .	418
bb) Vollzugsverbot . . . . .	419
cc) Verfahrensablauf . . . . .	420
dd) Zusagen, Auflagen und Bedingungen . . . . .	422
ee) Rücknahme der Anmeldung . . . . .	423
ff) Rechtsmittel und Rechte Dritter . . . . .	423
gg) Entflechtung vollzogener Zusammenschlüsse . . . . .	423
hh) Verhältnis zu Art. 81 und 82 EG-Vertrag und zur nationalen Fusionskontrolle . . . . .	424
3. Deutsche Fusionskontrolle . . . . .	425
a) Anwendungsbereich . . . . .	425
aa) Zusammenschlusstatbestände . . . . .	426
(1) Allgemeines . . . . .	426
(2) Vermögenserwerb . . . . .	426
(3) Erwerb der Kontrolle . . . . .	427
(4) Kapitalanteils- oder Stimmrechtserwerb . . . . .	427
(5) Erwerb eines wettbewerblich erheblichen Einflusses . . . . .	428

(6) Ausnahmen vom Zusammenschlusstatbestand. . . . .	429
bb) Umsatzschwellen . . . . .	429
b) Materielle Bewertung von Zusammenschlüssen . . . . .	432
aa) Marktabgrenzung . . . . .	432
(1) Allgemeines . . . . .	432
(2) Sachlich relevanter Markt . . . . .	432
(3) Räumlich relevanter Markt . . . . .	434
bb) Marktbeherrschung. . . . .	435
cc) Begründung oder Verstärkung von Marktbeherrschung. . . . .	436
dd) Abwägungsklausel . . . . .	438
c) Verfahren. . . . .	438
aa) Vorherige Anmeldung . . . . .	438
bb) Verfahrensablauf. . . . .	440
cc) Zusagen, Auflagen und Bedingungen . . . . .	442
d) Rechtsmittel und Rechte Dritter . . . . .	443
e) Ministererlaubnis . . . . .	444
f) Entflechtung vollzogener Zusammenschlüsse. . . . .	445
g) Verhältnis zu § 1 GWB . . . . .	445
aa) Gemeinschaftsunternehmen . . . . .	445
bb) Wettbewerbsverbote . . . . .	446
Literatur . . . . .	447

**C. Integration bzw. Implementierung der Mergers & Acquisitions . . . . . 449**

<b>X. Integrationsmanagement . . . . .</b>	<b>450</b>
1. Einleitung . . . . .	450
2. Anspruchsniveau ableiten und kommunizieren . . . . .	453
3. Wertschaffungspotenziale vollständig identifizieren . . . . .	454
a) Geschäftsbezogene Synergiepotenziale ermitteln . . . . .	455
b) Das laufende Geschäft absichern und zusätzliche Potenziale aufzeigen . . . . .	457
c) Potenziale aus neuen strategischen Optionen bestimmen. . . . .	458
4. Effektivität der künftigen Organisation sicherstellen . . . . .	459
a) Das (neue) Führungsteam auf eine Linie einschwören. . . . .	460
b) Die neuen Organisationsstrukturen rasch festlegen . . . . .	460
c) Die kulturelle Integration aktiv angehen . . . . .	461
d) Die wichtigsten Mitarbeiter binden. . . . .	462
5. Integrationsvorgehen maßschneidern . . . . .	463
a) Schlagkräftige Projektorganisation aufsetzen . . . . .	463
b) Zeitplan aufstellen . . . . .	466
c) Projektmanagementtools auswählen. . . . .	467
d) Kommunikationsstrategie erarbeiten. . . . .	468
Literatur . . . . .	469

<b>XI. Rechtliche Parameter der Integrations- bzw. Implementierungsmaßnahmen, insbesondere der Restrukturierungsmaßnahmen</b>	471
1. Rechtliche Grundlagen	471
2. Unternehmenszusammenschlüsse	472
3. Betriebsänderungen gemäß §§ 111 ff. BetrVG	472
a) Allgemeine Voraussetzungen der Betriebsänderung	473
aa) Die von §§ 111 ff. BetrVG erfassten Unternehmen	473
bb) Wesentliche Nachteile für die Belegschaft oder erhebliche Teile der Belegschaft	474
b) Die Arten der Betriebsänderungen	475
aa) Einschränkung und Stilllegung des ganzen Betriebs oder von wesentlichen Betriebsteilen	475
bb) Verlegung des ganzen Betriebs oder von wesentlichen Betriebsteilen	476
cc) Zusammenschluss mit anderen Betrieben oder die Spaltung von Betrieben	477
dd) Grundlegende Änderung der Betriebsorganisation, des Betriebszwecks oder der Betriebsanlagen sowie Einführung grundlegend neuer Arbeitsmethoden und Fertigungsverfahren	478
c) Die Rechtsfolgen der Betriebsänderung	478
aa) Rechtzeitige und umfassende Unterrichtung über die Planungen	478
bb) Beratung des Betriebsrates mit dem Arbeitgeber, Interessenausgleich und Sozialplan	479
4. Massenentlassungen	483
a) Anzeigepflicht	483
b) Die individualrechtliche Wirksamkeit der Kündigung	485
5. Unternehmenswertorientierte Vergütungsmodelle	487
a) Einleitung	487
b) Überblick	488
c) Aktienoptionsplan	489
aa) Gesellschaftsrecht	490
bb) Arbeitsrecht	491
cc) Insiderrecht	492
dd) Steuerrecht	492
d) Zusammenfassung	494
Literatur	494
<b>XII. Personelle und kulturelle Integration</b>	496
1. Die Bedeutung der Human Resources bei Mergers & Acquisitions	496
2. Die Rolle der Unternehmenskultur bei Mergers & Acquisitions	498
3. Entwicklung der Personalstrategie bei einer Transaktion	501
a) Der Einfluss des Unternehmensmodells auf die Personalstrategie bei einer Transaktion	503
b) Der Einfluss der Landeskulturen auf die Personalstrategie bei einer Transaktion	504

c)	Auswirkungen der kulturellen Integrationsstrategie auf die Personalstrategie . . . . .	506
d)	Der Einfluss der Integrationsgeschwindigkeit auf die Personalstrategie . . . . .	507
4.	Strategisches und operatives Personalmanagement. . . . .	507
a)	Strategisches Personalmanagement in der Transaktionsphase. . . . .	509
aa)	Personal Due Dilligence . . . . .	509
bb)	Cultural Due Diligence . . . . .	510
cc)	Das Merger-Syndrom. . . . .	512
dd)	Zusammenarbeit mit dem Betriebsrat . . . . .	513
ee)	Planung der Integration. . . . .	514
ff)	Kommunikation und Interaktion. . . . .	515
gg)	Retention . . . . .	517
b)	Operatives Personalmanagement im Integrationsprozess . . . . .	518
aa)	Leadership – Die Rolle der Führungskräfte . . . . .	518
bb)	Integrationsmanagement . . . . .	519
cc)	Optimale Stellenbesetzungen nach einer Transaktion . . . . .	520
dd)	Entsendepolitik . . . . .	523
5.	Unternehmenskultur und Integrationsprozess . . . . .	524
a)	Maßnahmen zur kulturellen Integration. . . . .	524
b)	The Way of Integration am Beispiel von Siemens: Identität durch ein Unternehmens-Leitbild . . . . .	529
6.	Schlussbemerkungen . . . . .	532
	Literatur . . . . .	532

**XIII. Interne und externe Kommunikation . . . . . 534**

1.	Einführung . . . . .	534
a)	Kommunikation als stakeholder value . . . . .	534
b)	Kommunikation als Plausibilitätsprüfung. . . . .	535
c)	Kommunikation als Treiber . . . . .	536
d)	Kommunikation als Zentripetalkraft. . . . .	538
e)	Kommunikation als Themengenerator . . . . .	539
f)	Kommunikation als Mehrwert . . . . .	540
g)	Kommunikation als Differenzierung. . . . .	541
2.	Kommunikationsmanagement . . . . .	542
a)	Führung. . . . .	542
b)	task force . . . . .	544
c)	audit . . . . .	544
d)	Management-Informationen-Systeme. . . . .	545
e)	Investitionsplanung . . . . .	548
f)	Top-down/Bottom-up-Dynamik . . . . .	548
g)	Insourcing/Outsourcing-Ratio. . . . .	549
3.	Namensbildung und Imagekonten . . . . .	550
4.	Positioning. . . . .	551
a)	Kernkompetenzen und Profilierungsthemen. . . . .	551
b)	Innovationskraft und Zukunftsinterpretation . . . . .	552

c)	Marktbegriff, Marktposition, Marktinterpretation . . . . .	553
d)	Leitbild und Vision. . . . .	554
e)	corporate story. . . . .	556
5.	Dramaturgie. . . . .	557
a)	Immanente milestones . . . . .	557
b)	Emmanente milestones. . . . .	557
6.	Externe und interne Kommunikation . . . . .	558
a)	Wechselwirkungen. . . . .	558
b)	Instrumente . . . . .	559
7.	Lehrstück aus der Praxis: Die Übernahme der Schering AG durch Bayer . . . . .	560
a)	Der Ablauf des Krimis . . . . .	560
b)	Die Kommunikationsstrategie. . . . .	561
	Literatur . . . . .	564

#### **XIV. Trends, Tools, Thesen und empirische Tests zum Integrationsmanagement**

	<b>bei Unternehmenszusammenschlüssen . . . . .</b>	<b>565</b>
1.	Ausgangssituation . . . . .	565
a)	Die sechs Wellen im M&A-Markt . . . . .	565
b)	Sechs Trends der sechsten Fusionswelle. . . . .	565
c)	Für Praxis und Forschung: Integrationsparadigmen . . . . .	569
d)	Licence to kill: Erfolgsquoten von Fusionen . . . . .	570
2.	Grundmodell und Instrumente des Post-Merger-Managements . . . . .	572
a)	7 K-Modell der Integration . . . . .	572
b)	Kosten der Integration: Kostensynergien kosten Synergien! . . . . .	573
c)	Koordination: Integrationsplanung und -architektur . . . . .	574
d)	Kultur: Due Diligence und Fusionskultur . . . . .	577
e)	Kunden und Ko-Produzenten: Integriert die Externen! . . . . .	579
f)	Kommunikation: Kommunikation zu Stakeholdern für Shareholder Value . . . . .	580
g)	Kernbelegschaft: Identifikation und Incentivierung . . . . .	581
h)	Kernkompetenz-Management: Transfer und Genese von Wissen . . . . .	582
i)	Kontrolle: Integration Balanced Scorecard . . . . .	583
3.	Thesen und Tests von nationalen and internationalen Fusionen . . . . .	585
a)	Allgemeine Ergebnisse zum Erfolg, zu Zielen, Erfolgsfaktoren und Fehlern . . . . .	587
b)	Thesen zur Koordination bei Mergern . . . . .	588
c)	Thesen zur Kultur bei Zusammenschlüssen . . . . .	589
d)	Thesen zu Kunden und Ko-Produzenten bei Zusammenschlüssen . . . . .	590
e)	Thesen zur Kommunikation bei Zusammenschlüssen . . . . .	591
f)	Thesen zur Kernbelegschaft und zum Karrieremanagement bei Zusammenschlüssen . . . . .	592
g)	Thesen zum Kernkompetenz-Management bei Zusammenschlüssen. . . . .	593
h)	Thesen zur Kontrolle bei Zusammenschlüssen. . . . .	594
	Zusammenfassung . . . . .	595
	Literatur . . . . .	595

Stichwortverzeichnis . . . . . 599

Herausgeber und Autoren . . . . . 613