



# MAGISTERARBEIT

Titel der Magisterarbeit

## Erfolgsfaktoren von M&A Transaktionen unter Berücksichtigung der steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten

Verfasserin

Melanie Edlinger

angestrebter akademischer Grad

Magistra der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften  
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, 2011

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A 066 915

Studienrichtung lt. Studienblatt:

Magisterstudium Betriebswirtschaft

Betreuer:

a.o.Univ.-Prof. Mag. Dr.Christian Keber

# Inhaltsverzeichnis

<b>INHALTSVERZEICHNIS</b> .....	<b>I</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>III</b>
<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>VI</b>
<b>TABELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>VII</b>
<b>1. EINLEITUNG</b> .....	<b>1</b>
1.1 PROBLEMSTELLUNG UND ZIELSETZUNG .....	2
1.2 AUFBAU UND METHODIK .....	3
<b>2. THEORETISCHE GRUNDLAGEN</b> .....	<b>5</b>
2.1 BEGRIFFSBESTIMMUNGEN .....	5
2.2 FORMEN VON M&A TRANSAKTIONEN .....	7
2.2.1 <i>Rechtliche Struktur</i> .....	8
2.2.1.1 Akquisition.....	8
2.2.1.2 Fusion.....	9
2.2.1.3 Kooperation.....	10
2.2.2 <i>Wertschöpfungsrichtung</i> .....	10
2.2.3 <i>Einverständnis des Käufers</i> .....	11
2.3 MOTIVE FÜR MERGERS AND ACQUISITIONS .....	12
2.3.1 <i>Strategische Motive</i> .....	13
2.3.1.1 Monopoltheorie .....	13
2.3.1.2 Effizienztheorie.....	14
2.3.2 <i>Finanzielle Motive</i> .....	14
2.3.2.1 Diversifikation.....	15
2.3.2.2 Unterbewertung.....	15
2.3.2.3 Steuerliche Motive.....	15
2.3.3 <i>Persönliche Motive</i> .....	16
2.3.3.1 Hybris-Hypothese.....	16
2.3.3.2 Free-Cash-Flow-Hypothese.....	16
<b>3. PHASEN VON M&amp;A TRANSAKTIONEN</b> .....	<b>18</b>
3.1 STRATEGIEPHASE .....	18
3.1.1 <i>Unternehmens- und Umfeldanalyse</i> .....	19
3.1.2 <i>Strategieauswahl und -implementierung</i> .....	20
3.2 TRANSAKTIONSPHASE .....	21
3.2.1 <i>Screening/Auswahl</i> .....	21
3.2.2 <i>Due Diligence</i> .....	23
3.2.2.1 Strategic Due Diligence .....	25
3.2.2.2 Financial Due Diligence.....	26
3.2.2.3 Legal Due Diligence .....	28
3.2.2.4 Tax Due Diligence.....	28
3.2.3 <i>Unternehmensbewertung</i> .....	30
3.2.3.1 Discounted-Cashflow-Verfahren .....	33
3.2.3.2 Economic Value Added Methode.....	36
3.2.3.3 Marktorientierte Verfahren .....	37
3.2.4 <i>Vertragsgestaltung</i> .....	39
3.2.4.1 Vorvertragliche Erklärungen .....	40
3.2.4.2 Kaufpreisfestlegung.....	41
3.2.4.3 Vertragliche Vereinbarungen .....	43
3.3 INTEGRATIONSPHASE .....	43
3.3.1 <i>Integrationskonzept</i> .....	44

3.3.2	<i>Integrationsdurchführung</i> .....	46
3.3.3	<i>Integrationscontrolling</i> .....	47
<b>4.</b>	<b>ERFOLGSMESSUNG UND BESTIMMUNG DER ERFOLGSFAKTOREN VON M&amp;A</b>	
	<b>TRANSAKTIONEN</b> .....	<b>48</b>
4.1	EMPIRISCHE STUDIEN ZUR ERFOLGSMESSUNG.....	48
4.1.1	<i>Kapitalmarktorientierte Untersuchungen</i> .....	49
4.1.2	<i>Jahresabschlussorientierte Messverfahren</i> .....	56
4.1.3	<i>Insider-Befragungen</i> .....	60
4.2	BESTIMMUNG VON M&A ERFOLGSFAKTOREN.....	65
4.2.1	<i>Erfolgsfaktoren in der Literatur</i> .....	65
4.2.1.1	Vision und Strategie .....	68
4.2.1.2	Suche/Auswahl .....	69
4.2.1.3	Due Diligence/Bewertung .....	70
4.2.1.4	Durchführung der Transaktion .....	71
4.2.1.5	Integration.....	71
4.2.2	<i>Erfolgsfaktoren in empirischen Studien</i> .....	72
4.2.3	<i>Conclusio</i> .....	87
<b>5.</b>	<b>STEUERLICHE GESTALTUNGSMÖGLICHKEITEN</b> .....	<b>89</b>
5.1	UNTERNEHMENSKÄUFE.....	89
5.1.1	<i>Asset Deal</i> .....	90
5.1.1.1	Ertragsteuerliche Folgen für den Verkäufer.....	90
5.1.1.2	Ertragsteuerliche Folgen für den Käufer.....	92
5.1.1.3	Sonstige steuerlichen Folgen.....	93
5.1.2	<i>Share Deal</i> .....	94
5.1.2.1	Ertragsteuerliche Folgen für den Verkäufer.....	94
5.1.2.2	Ertragsteuerliche Folgen für den Käufer.....	97
5.1.2.3	Sonstige steuerlichen Folgen.....	100
5.2	FUSIONEN .....	100
5.3	CONCLUSIO .....	103
5.3.1	<i>Gegenüberstellung der steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten</i> .....	103
5.3.2	<i>Europäischer Vergleich</i> .....	107
<b>6.</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG</b> .....	<b>116</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS</b> .....	<b>118</b>
	<b>ANHANG</b> .....	<b>134</b>
	ABSTRACT .....	134
	LEBENS LAUF.....	136

## Abkürzungsverzeichnis

$\alpha_i$	Unternehmensspezifische Komponente der Rendite der Aktie i
AbgÄG 2011	Abgabenänderungsgesetz 2011
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
APV	Ajusted Present Value
$AR_{it}$	Abnormale Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t
$\beta$	Beta Faktor
$\beta_i$	Sensitivität der Rendite der Aktie i zur Marktrendite
BAO	Bundesabgabenordnung
BBG	Budgetbegleitgesetz
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flow
$E(r_m)$	erwartete Marktrendite
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
$EK^{MW}$	Marktwert des Eigenkapitals
$E(R_{it})$	erwartete Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t
ESt	Einkommensteuer
EStG	Einkommensteuergesetz

ESTR	Einkommensteuerrichtlinien
EVA	Economic Value Added
EVA <sup>t</sup>	Economic Value Added zum Zeitpunkt t-1
FCF	Free Cash Flow
FK <sup>MW</sup>	Marktwert des Fremdkapitals
g	Growth Rate (Wachstumsrate)
GebG	Gebührengesetz
GK <sup>MW</sup>	Marktwert des Gesamtkapitals
GKR	Gesamtkapitalrentabilität
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GrEStG	Grunderwerbsteuergesetz
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
i	Fremdkapitalkostensatz
IC <sub>t-1</sub>	Invested Capital (Investiertes Kapital) zum Zeitpunkt t-1
IPO	Initial Public Offering
iSd	im Sinne des
JEV	Journal für Erbrecht und Vermögensnachfolge
k <sub>EK</sub>	Eigenkapitalkostensatz
KöSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KStR	Körperschaftsteuerrichtlinien
LOI	Letter of Intent
M&A	Mergers and Acquisitions
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
MVA	Market Value Added

NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
NOPAT <sub>t</sub>	Net Operating Profit After Taxes zum Zeitpunkt t
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
ÖStZ	Österreichische Steuerzeitung
P/E Ratio	Price-Earnings-Ratio
PPP	Public Private Partnerships
R&D	Research and Development (Forschung und Entwicklung)
$r_f$	risikoloser Zinssatz
$R_{it}$	tatsächlich beobachtete Rendite der Aktie i zum Zeitpunkt t
RdW	Österreichisches Recht der Wirtschaft
$R_m$	Marktrendite
s	Steuersatz
t	Zeitpunkt
TSR	Total Shareholder Return
UmgrStG	Umgründungssteuergesetz
UStG	Umsatzsteuergesetz
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1: ABLAUF DER STRATEGIEPHASE .....	19
ABBILDUNG 3: DUE DILIGENCE PROZESS .....	24
ABBILDUNG 4: TEILPROZESSE EINER DUE DILIGENCE .....	25
ABBILDUNG 5: SYSTEMATISIERUNG DER GÄNGIGSTEN BEWERTUNGSMETHODEN.....	32
ABBILDUNG 6: INTEGRATIONSANSÄTZE.....	45
ABBILDUNG 7: MÖGLICHE EINFLUSSFAKTOREN AUF DEN ERFOLG VON M&A TRANSAKTIONEN.....	66
ABBILDUNG 8: HARD KEYS: ERFOLGSVERÄNDERUNG IM VERGLEICH ZUM DURCHSCHNITT .....	75
ABBILDUNG 9: SOFT KEYS: ERFOLGSVERÄNDERUNG IM VERGLEICH ZUM DURCHSCHNITT .....	76
ABBILDUNG 10: PROZENTUELLE VERTEILUNG DER ERFOLGREICHEN UNTERNEHMEN IN BEZUG AUF DIE IMPLEMENTIERTEN AKTIVITÄTEN .....	79

## Tabellenverzeichnis

TABELLE 1: BEGRIFFSDEFINITIONEN VON MERGERS & ACQUISITIONS .....	7
TABELLE 2: TYPOLOGIE VON MERGERS & ACQUISITIONS .....	8
TABELLE 3: PRÄVENTIVE ABWEHRSTRATEGIEN VON FEINDLICHEN ÜBERNAHMEN .....	11
TABELLE 4: AD-HOC-MAßNAHMEN ZUR ABWEHR VON FEINDLICHEN ÜBERNAHMEN .....	12
TABELLE 5: ERMITTLUNG DES FREE CASH FLOWS SCHEMA 1.....	34
TABELLE 6: ERMITTLUNG DES FREE CASH FLOWS SCHEMA 2.....	34
TABELLE 7: GÄNGIGE MULTIPLIKATOREN .....	38
TABELLE 8: AUSGEWÄHLTE KAPITALMARKTORIENTIERTE STUDIEN .....	52
TABELLE 9: AUSGEWÄHLTE JAHRESABSCHLUSSORIENTIERTE STUDIEN.....	57
TABELLE 10: AUSGEWÄHLTE INSIDERBEFRAGUNGEN.....	62
TABELLE 11: AUSGEWÄHLTE STUDIEN ZU M&A ERFOLGSFAKTOREN.....	73
TABELLE 13: ERFOLGSFAKTOREN GEMESSEN AN IHRER BEDEUTUNG .....	84
TABELLE 14: STEUERLICHE KONSEQUENZEN DES UNTERNEHMENSKAUFES FÜR DEN VERKÄUFER	105
TABELLE 16: STEUERLICHE KONSEQUENZEN DES UNTERNEHMENSKAUFES FÜR DEN KÄUFER.....	106
TABELLE 15: STEUERLICHE KONSEQUENZEN ASSET VS. SHARE DEAL IN AUSGEWÄHLTEN EUROPÄISCHEN-STAATEN. ....	112
TABELLE 16: STEUERSÄTZE AUF VERÄUßERUNGSGEWINNE IN DER EU.....	114



# 1. Einleitung

Vor dem Platzen der Kreditblase im Sommer 2007 haben Transaktionen von Mergers and Acquisitions (M&A) ihren bisherigen Höhepunkt erlebt. Insgesamt wurde im Jahr 2007 ein weltweites M&A Volumen aufgrund des ersten Rekordhalbjahres von zirka 4,5 Billionen US-Dollar realisiert. Der Absturz danach war vor allem in Bezug auf den damaligen Höchststand dramatisch und verlief in zwei Phasen. Nach dem Ausbruch der Krise sank das Transaktionsvolumen zuerst um rund 25% bis 30%. Doch der Zusammensturz von Lehman Brothers im September 2008 führte zu einem weiteren drastischen Rückgang von M&A Aktivitäten, sodass es in Summe im Jahr 2008 einen 40%igen Rückgang gab.<sup>1</sup>

Das Jahr 2009 zeigte keine deutlichen Änderungen und der M&A Markt brach um weitere 40% ein. Von der sechsten M&A Welle ist somit nichts übrig geblieben. Die Folgezeit war vor allem von Distressed M&A geprägt, die durch unternehmerische Schieflagen und Insolvenzen ausgelöste Transaktionen geprägt sind. Besonders staatliche Eingriffe im Finanz- und Automobilsektor standen an der Tagesordnung.<sup>2</sup>

Die in der Wissenschaft herrschende Wellentheorie besagt, dass M&A ein zyklisches Phänomen sind. Dabei entsteht bei Aufschwüngen eine gewisse Eigendynamik, von der die Mehrzahl der Unternehmen erfasst ist. Wenn die Phase ihren Höchststand erreicht, zeigt sich ein regelrechter „Run“ auf potentielle Unternehmen. Diese Transaktionen weisen einen spekulativen Charakter auf und sind daher mit entsprechenden Preissteigerungen verbunden. Beobachtet werden kann auch, dass diese Wellen eine gewisse Korrelation zur Entwicklung der Aktienmärkte aufweisen. Dies bedeutet, dass das Ende einer Welle meist mit einem Crash der Aktienmärkte einhergeht.<sup>3</sup>

Die Entwicklung des globalen M&A Volumens zeigte für das Jahr 2010 eine deutliche Entspannung, da nach den Abstürzen in den zwei Vorjahren wieder positive Wachstumsraten verzeichnet werden konnten. Seit dem ersten Quartal 2010 stieg das M&A Volumen kontinuierlich und erreichte in der Gesamtbetrachtung rund 2,2 Billionen

---

1 Vgl. Ecker (2010), S. 19.

2 Vgl. o.A. (2010b), S. III.

3 Vgl. Müller-Stewens (2009), Stand vom 05.11.2011.

US-Dollar. Zwar zeigt sich, dass diese Zahlen noch weit von den Boomjahren 2006 und 2007 entfernt sind, dennoch kann bereits gesagt werden, dass die Subprime Krise überwunden ist. Diese Entwicklung lässt sich auch anhand der Vergangenheit verifizieren, da bereits bei den beiden letzten M&A Wellen die Volumina circa ein bis zwei Jahre nach dem Tiefpunkt wieder signifikant anstiegen.<sup>4</sup>

Die ersten zwei Quartale des Jahres 2011 zeigten eine fortschreitende positive Entwicklung, wobei sowohl das Dealvolumen als auch die Anzahl der Transaktionen im dritten Quartal deutlich geringer ausfiel und auch die Prognosen für das letzte Quartal deuten auf keinen weiteren Wachstumstrend hin.<sup>5</sup> In den letzten Monaten gab es immer wieder externe Effekte, die zu Unsicherheit auf den Märkten führten. Dazu zählen vor allem das Erdbeben und die Atomkrise in Japan sowie den Protestbewegungen in Nordafrika und im Nahen Osten.<sup>6</sup> Weiters führte die Standard & Poor's Abstufung der US-Kreditwürdigkeit von Triple A auf AA+ und die Euro-Schuldenkrise zu stark volatilen Märkten.<sup>7</sup>

## 1.1 Problemstellung und Zielsetzung

In Medienberichten ist immer wieder zu lesen, dass M&A Transaktionen häufig als Misserfolg enden. Die Nachrichtenagentur Bloomberg hat beispielsweise die 100 größten Akquisitionen von 2005 bis 2008 betrachtet und analysiert wie sich die Aktienkurse der betreffenden Unternehmen entwickelt haben. Dabei wurde festgestellt, dass diese zwei Jahre nach den Übernahmen deutlich unter denen der Branchenführer lagen. Gerade in wirtschaftlich guten Zeiten boomen Unternehmensübernahmen und – fusionen. Doch Studien zeigen, dass Transaktionen die während einer finanziellen Hochkonjunktur getätigt werden, sich in der Regel schlechter entwickeln als solche, die in einer Abschwungsphase durchgeführt werden.<sup>8</sup>

Zusätzlich zu den allgemeinen wirtschaftlichen Einflussfaktoren, spielen steuerliche Themen eine immer bedeutende Rolle bei M&A Transaktionen. Das Ziel ist immer die

---

<sup>4</sup> Vgl. Keller/Marquardt (2011), S. 58 und Tschöke/Klemen (2011a), S. 128ff.

<sup>5</sup> Vgl. Thomson Reuters (2011), zitiert nach Thomson One (2011), Internetadresse: [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com), Stand vom 05.11.2011.

<sup>6</sup> Vgl. Tschöke/Klemen (2011b), S. 285ff.

<sup>7</sup> Vgl. Hahn (2011), Internetadresse: [http://www.wirtschaftsblatt.at/home/boerse/binternational/so-gut-wie-alles-ist-moeglich-483288/index.do?\\_vl\\_backlink=/home/boerse/index.do&\\_vl\\_pos=5.1.DT](http://www.wirtschaftsblatt.at/home/boerse/binternational/so-gut-wie-alles-ist-moeglich-483288/index.do?_vl_backlink=/home/boerse/index.do&_vl_pos=5.1.DT), Stand vom 05.11.2011.

<sup>8</sup> Vgl. o.A. (2010a), S. 17.

steueroptimale Gestaltung der Transaktion, wobei dies von zahlreichen Einzelfaktoren abhängig ist. Grundsätzlich wird in Österreich häufig die Entscheidung zwischen Asset und Share Deal getroffen, dennoch kann auch die Anwendung des Umgründungssteuerrechts einige Vorteile mit sich bringen. Eine aktuelle Gesetzesänderung, die mit April 2012 in Kraft tritt, bringt zudem einige Änderungen im Bereich der Besteuerung von Kapitalvermögen (Vermögenszuwachssteuer) mit sich. Dies wird mit Sicherheit die M&A Landschaft in Österreich verändern, wobei abzuwarten gilt, in welchem Ausmaß.

Im Rahmen dieser Arbeit soll daher geklärt werden, welche Kriterien für den Erfolg bzw. Misserfolg von M&A Transaktionen verantwortlich sind. Dabei wird insbesondere auf theoretische Aspekte eingegangen, die sich in der Literatur herausgebildet haben. Daneben werden empirische Untersuchungen herangezogen, um potentielle Erfolgskriterien bei Übernahmen und Fusionen herauszuarbeiten. Weiters soll dargestellt werden, welche steuerrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten es bei M&A Transaktionen gibt und welche Formen für die Käufer- und Verkäuferseite vorteilhafter sind.

## **1.2 Aufbau und Methodik**

Die vorliegende Magisterarbeit gliedert sich in insgesamt 6 Abschnitte. Im ersten Kapitel werden nach einer kurzen Einleitung die zentrale Zielsetzung, die Problemstellung und der Aufbau der Arbeit erläutert.

Das zweite Kapitel befasst sich mit den theoretischen Grundlagen, wobei zuerst die grundlegenden M&A Begriffe definiert werden. Danach erfolgt eine Darstellung der verschiedenen Formen und Motive von M&A Transaktionen.

Im nächsten Abschnitt werden die einzelnen Phasen erläutert, die in drei Hauptphasen gegliedert sind: Strategie-, Transaktions- und Integrationsphase. Das Hauptaugenmerk wird hierbei auf die Transaktionsphase gelegt. Im Rahmen dieser Ausführungen sollen wesentliche Punkte angesprochen werden, insbesondere die Auswahl des Zielunternehmens, die Due Diligence, die Unternehmensbewertung und die Vertragsgestaltung von M&A Transaktionen.

Das vierte Kapitel beschäftigt sich zuerst mit der Erfolgsmessung von M&A Transaktionen, wobei ausgewählte empirische Untersuchungen dargestellt werden.

Danach werden mögliche Erfolgsfaktoren bestimmt, indem neben den Meinungen in der Literatur auch empirische Studien dazu analysiert werden. Ziel ist es herauszuarbeiten, welche Faktoren ausschlaggebend für den Erfolg von Fusionen oder Unternehmenskäufen sind.

Im fünften Abschnitt werden verschiedene steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten dargestellt. Dabei wird auf die wichtigsten Formen eingegangen, wie der Asset Deal, der Share Deal und die Anwendung des Umgründungssteuerrechts. Weiters soll ausgeführt werden, wie aus Käufer- und Verkäufersicht eine M&A Transaktion steueroptimal gestaltet werden kann.

Den Abschluss der Arbeit bildet eine Zusammenfassung, in dem die wesentlichen Ergebnisse zusammengefasst und analysiert werden.

## 2. Theoretische Grundlagen

In diesem Kapitel sollen die theoretischen Grundlagen zu Mergers und Acquisitions dargestellt werden. Zu Beginn erfolgt eine Begriffsbestimmung, wobei unterschiedliche Definitionen, die sich in der Literatur herausgebildet haben, gegenübergestellt werden. Aufbauend darauf werden im zweiten Unterabschnitt verschiedene Formen von M&A-Transaktionen erläutert und diese typologisiert. Auf die wichtigsten Ausprägungsformen wird dabei näher eingegangen. Der letzte Punkt dieses Kapitels beschäftigt sich mit den Motiven von Mergers and Acquisitions. Im Rahmen dieser Ausführungen werden vor allem die verschiedenen theoretischen Ansätze dargestellt.

### 2.1 Begriffsbestimmungen

Der Begriff Mergers and Acquisitions wird in der Literatur und Praxis sehr unterschiedlich verwendet und der häufige Gebrauch hat dazu geführt, dass die Begriffsverwendung uneinheitlicher bzw. unübersichtlicher wurde.<sup>9</sup>

Die englische Wortkombination M&A ist zum weltweiten Gattungsbegriff für eine Vielzahl von Unternehmenstransaktionen geworden. Beispielsweise werden Fusionen, Unternehmenskäufe und -verkäufe, Kooperationen, Allianzen, Joint Ventures, feindliche Übernahmen (Hostile Takeover), Restrukturierungen, Management Buy-Out (MBO), Management Buy-In (MBI) und Börsengänge unter diesem Begriff zusammengefasst. Die Liste kann noch erheblich erweitert werden ohne die Thematik zu verlassen.

Um eine Abgrenzung des Begriffes vornehmen zu können, werden nachfolgend einige in der Literatur verwendete Definitionen gegenübergestellt.

Autor	Definition
Achleitner (2002)	„Der Begriff Mergers and Acquisitions (M&A) bezeichnet zunächst Transaktionen auf dem Markt für Unternehmen, Unternehmensteilen und Beteiligungen. Nach allgemeiner Auffassung beschränkt sich M&A allerdings auf – den Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen und die Eingliederung in

---

<sup>9</sup> Vgl. Bubik (2005), S. 5.

	<p>den Unternehmensverbund des Erwerbers ggf. als Tochtergesellschaft (Acquisition) und</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– die Verschmelzung (Fusion) zweier Unternehmen mit oder ohne vorherigen Anteilserwerb (Merger).“<sup>10</sup></li> </ul>
Baetge/Krumholz (1991)	<p>„Im Anschluss an eine Akquisition wird das Akquisitionsobjekt zumeist umstrukturiert und fortgeführt, wobei das Akquisitionsobjekt in der Regel seine Rechtspersönlichkeit – wenn auch als Tochtergesellschaft des Akquisiteurs – behält. Von der Akquisition ist die Fusion von Unternehmen zu unterscheiden. Bei einer Fusion verliert das Übernahmeobjekt seine Rechtspersönlichkeit, es wird entweder vom Erwerber mit allen Vermögensteilen und allen Schulden absorbiert, oder es wird durch Integration beider Gesellschaften in eine neue Obergesellschaft gegründet, wobei sowohl der Erwerber als auch das Übernahmeobjekt ihre Identität verlieren.“<sup>11</sup></p>
Bubik (2005)	<p>„Die beiden Begriffsbestandteile unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Zahlungsweise. Die unbare Begleichung des Kaufpreises stellt auf den Begriff Merger ab. Hierbei erfolgt die Bezahlung durch eine Ausgabe von Aktien des Käuferunternehmens. Der Begriffsteil Acquisitions zielt auf den Kauf eines Unternehmens durch Barzahlung, im Zuge einer Ausgabe von Schuldtiteln des Erwerbers oder durch Ausgabe von Eigenkapitalanteilen beziehungsweise Schuldtiteln des Kaufobjektes ab.“<sup>12</sup></p>
Eschen (2002)	<p>„[...] Unter dem Begriff M&amp;A [sollen] alle Aktivitäten zusammengefasst werden, deren Ziel es ist, aus mindestens zwei rechtlich und wirtschaftlich selbstständigen Unternehmungen eine dauerhafte Einheit unter einheitlicher Unternehmensleitung herzustellen. Dies kann sowohl durch eine vollständige Verschmelzung mehrerer Unternehmungen geschehen (Fusion) als auch durch den Erwerb einer Beteiligung einer Unternehmung an einer anderen (Akquisition), die in ein Konzernverhältnis mündet.“<sup>13</sup></p>
Lucks/Meckl (2002)	<p>„ [...] alle Vorgänge [...], die mit dem Erwerb oder Veräußerung von Unternehmen zusammenhängen. [...] Konstitutives Merkmal von M&amp;A ist die Änderung der Eigentumsverhältnisse am Eigenkapital von Unternehmen beziehungsweise Unternehmensteilen. [...] Aus Managementsicht ist es wichtig festzuhalten, dass es sich sowohl bei der</p>

<sup>10</sup> Achleitner (2002), S. 141.

<sup>11</sup> Baetge/Krumholz (1991), S. 3.

<sup>12</sup> Bubik (2005), S. 5.

<sup>13</sup> Eschen (2002), S. 24f.

	Akquisition als auch bei der Fusion um eine strategische Maßnahme handelt, die einen Einfluss auf die Unternehmenspolitik ermöglicht. M&A [wird] als Oberbegriff für Transaktionen [verwendet], die durch den Übergang von Leitungs- und Kontrollbefugnissen an Unternehmen auf andere Unternehmen gekennzeichnet sind.“ <sup>14</sup>
Picot (2008)	„ [...] Mergers & Acquisitions [beinhalten] Unternehmenskäufe- und -verkäufe, Unternehmenszusammenschlüsse, Kooperationen, Allianzen, Joint Ventures, Unternehmenssicherungen und -nachfolgen, Management Buy-Out (MBO) und Buy-In (MBI), Private Equity Beteiligungen, Public Private Partnerships (PPP), Börsengänge (Initial Public Offering – IPO), Umwandlungsmaßnahmen, Restrukturierungen und Outsourcing.“ <sup>15</sup>
Vogel (2002)	„Der Begriff Mergers & Acquisitions schließt alle Transaktionen einschließlich der zugehörigen Dienstleistungen ein, welche die Übertragung strategisch induzierter und aktiv wahrzunehmender Kontroll- und Leitungsbefugnisse an Unternehmen bzw. entsprechender Rechte und Pflichten bei vertraglichen Kooperationen zum Inhalt haben.“ <sup>16</sup>

**Tabelle 1: Begriffsdefinitionen von Mergers & Acquisitions**

**Quelle: Eigene Darstellung**

Im Rahmen dieser Arbeit soll der „engeren Begriffsdefinition“ gefolgt werden – das heißt die Ausführungen zum Thema M&A beziehen sich auf die klassischen Transaktionen Fusion und Unternehmenskauf.

## **2.2 Formen von M&A Transaktionen**

Wie im vorigen Abschnitt bereits erläutert, gibt es viele unterschiedliche Definitionen von M&A. Dies führt dazu, dass viele unterschiedliche Gestaltungsmöglichkeiten in diese Thematik fallen. Auch wenn im Rahmen dieser Arbeit dem engeren Begriff von M&A gefolgt werden soll, erfolgt nachfolgend ein kurzer Überblick zu den möglichen Formen von M&A Transaktionen.

---

<sup>14</sup> Lucks/Meckl (2002), S. 24f.

<sup>15</sup> Vgl. Picot (2008d), S. 3.

<sup>16</sup> Vogel (2002), S. 5.

In Theorie und Praxis haben sich unterschiedliche Differenzierungen von M&A entwickelt. Nachfolgend werden die gängigsten und bedeutendsten Unterscheidungsmerkmale dargestellt:

<b>Merkmale</b>	<b>Ausprägungsformen</b>		
Rechtliche Struktur	Akquisition	Fusion	Kooperation
Wertschöpfungsrichtung	Horizontal	Vertikal	Konglomerat
Einverständnis des Käufers	Freundlich (Friendly Takeover)		Feindlich (Hostile Takeover)
Erwerbtyp	Finanzinvestor	Strategischer Investor	Private Equity
Finanzierung	Barzahlung (Cash Offer)	Fremdfinanzierung (Leveraged Buy Out)	Aktientausch (Share Offer)
Nationalität	Grenzüberschreitender Zusammenschluss (Cross Border Transaction)		Nationaler Zusammenschluss

**Tabelle 2: Typologie von Mergers & Acquisitions**

Quelle: Vgl. Timmreck/Bäzner, 2008, S. 99 und Eschen, 2002, S. 26

## **2.2.1 Rechtliche Struktur**

In diesem Unterkapitel werden die drei wesentlichen Ausprägungsformen in Hinsicht auf ihre rechtliche Struktur dargestellt. Zuerst erfolgt die Darstellung der Akquisition mit ihren Unterformen Asset und Share Deal, danach werden die Fusion und die Kooperation erläutert.

### **2.2.1.1 Akquisition**

Unter einer Akquisition wird der Erwerb eines Unternehmens oder eines –teiles verstanden. Dies bedeutet in der Regel, dass das gekaufte Unternehmen seine rechtliche Selbstständigkeit unter einer neuen Eigentümerstruktur behält. Grundsätzlich kann der Unternehmenskauf über einen Asset Deal (Vermögenserwerb) oder einen Share Deal (Beteiligungserwerb) abgewickelt werden.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 9f.



Beim so genannten Asset Deal werden einzelne bestimmte Wirtschaftsgüter, wie etwa gewerbliche Schutzrechte, Anlagevermögen, Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, Warenvorräte, Vertragsbeziehungen, Forderungen und Verbindlichkeiten verkauft. Der Vorteil dieser Transaktion besteht daher, dass nur jene Gegenstände sowie Rechte und Pflichten erworben werden, die der Käufer benötigt um den Betrieb fortzuführen.<sup>18</sup> Rechtlich ist der Asset Deal als Einzelrechtsnachfolge klassifiziert – dies bedeutet, dass sämtliche Sachen, Rechte und Pflichten einzeln zu übertragen sind. Dies erfordert eine detaillierte vertragliche Beschreibung der einzelnen Kaufgegenstände, die mitunter sehr aufwändig sein kann.<sup>19</sup>

Im Gegensatz zum Asset Deal wird beim Share Deal das Unternehmen durch die Übertragung der Gesellschaftsanteile des Rechtsträgers verkauft. Damit bleibt der Unternehmensträger unverändert, da es lediglich zu einer Änderung der Gesellschafter kommt. Dies bedeutet, dass keine gesonderte Übertragung der einzelnen Vermögensgegenstände erfolgen muss, da der Share Deal mittels Gesamtrechtsnachfolge abgewickelt wird. Zu prüfen ist allerdings, ob in bestehenden Verträgen des Unternehmens so genannte Change of Control-Klausel vereinbart wurden. Diese Vereinbarung bewirkt, dass dem Vertragspartner Änderungs- oder Beendigungsmöglichkeiten zustehen, sobald im Unternehmen wesentliche Änderungen (zB in der Gesellschafterstruktur oder Geschäftsführung) erfolgen.<sup>20</sup>

### **2.2.1.2 Fusion**

Bei einer Fusion werden zwei Gesellschaften miteinander vereint, wobei jeder dadurch Teileigentümer des fusionierten Unternehmens wird. Somit werden die Geschäfte, Vermögens- und Schuldposten der Unternehmen in einer Weise verbunden, die eine Revision der Fusion faktisch unmöglich macht. Damit bezeichnet ein Merger die engste Form des Unternehmenszusammenschlusses.<sup>21</sup>

Rechtliche Vorschriften für die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften finden sich im neunten Teil des Aktiengesetzes (AktG)<sup>22</sup> sowie im dritten Abschnitt des dritten

---

<sup>18</sup> Vgl. Chalupsky/Schmidsberger (2001), S. 144f.

<sup>19</sup> Vgl. Ebenda, S. 146.

<sup>20</sup> Vgl. Ebenda, S. 158ff.

<sup>21</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 5f.

<sup>22</sup> Aktiengesetz (AktG) (BGBl. Nr. 98/1965) idF: BGBl. I Nr. 53/2011.

Hauptstückes des GmbH-Gesetzes (GmbHG)<sup>23</sup>. Grundsätzlich ist die Verschmelzung durch Aufnahme oder Neugründung möglich. Die Verschmelzung durch Aufnahme ist durch die Gesamtrechtsnachfolge gekennzeichnet, wobei das Vermögen der übertragenden Gesellschaft auf die übernehmende Gesellschaft übertragen wird und somit das übertragende Unternehmen im Firmenbuch gelöscht wird. Bei der Verschmelzung durch Neugründung wird eine neue Kapitalgesellschaft gegründet und das Vermögen der beiden fusionierenden Gesellschaften wird auf diese übertragen.

### **2.2.1.3 Kooperation**

Bei einer Kooperation handelt es sich um eine zweckgebundene Zusammenarbeit zweier Unternehmen unter Aufrechterhaltung der wirtschaftlichen und rechtlichen Selbstständigkeit der beteiligten Unternehmen.<sup>24</sup> Im Rahmen dieser Zusammenarbeit erfolgt keine Kapitalbeteiligung, jedoch liegen hier unterschiedliche Bindungsintensitäten vor. Mit dem Begriff Kooperationen werden eine Vielzahl von Gestaltungsformen erfasst, wie beispielsweise Arbeitsgemeinschaften, Interessensgemeinschaften, strategische Allianzen und Joint Ventures.<sup>25</sup>

### **2.2.2 Wertschöpfungsrichtung**

Eine weitere gängige Unterscheidung von M&A wird mittels ihrer Diversifikationsrichtung gemacht. Hierbei gibt es die horizontale, vertikale und konglomerate Integration.

Bei horizontalen Unternehmenszusammenschlüssen verbinden sich Unternehmen, die ihre Produkte im gleichen Markt anbieten. Vertikale Integrationen entstehen bei Gesellschaften die sich auf unterschiedlichen Stufen der Wertschöpfungskette befinden. Wenn die Unternehmen aus völlig unterschiedlichen Branchen kommen, wird von konglomeraten Zusammenschlüssen gesprochen.<sup>26</sup>

---

<sup>23</sup> GmbH-Gesetz (GmbHG) (RGBl. Nr. 58/1906) idF: BGBl. I Nr. 53/2011.

<sup>24</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 12.

<sup>25</sup> Vgl. Bubik (2005), S. 7f.

<sup>26</sup> Vgl. Franck/Meister (2006), S. 81.

### 2.2.3 Einverständnis des Käufers

In den meisten Fällen erfolgen M&A Transaktionen im Rahmen einer freundlichen Übernahme (friendly takeover) im Einvernehmen mit dem Management des Zielunternehmens. Im Gegensatz dazu wird bei einer feindlichen Übernahme (hostile takeover) ein Angebot an die Anteilhaber gemacht, um somit die Aktien der Gesellschaft gegen den Willen des Managements zu erwerben.<sup>27</sup>

Gegen eine feindliche Übernahme wurden in den letzten Jahrzehnten etliche Abwehrtechniken entwickelt, wobei zwischen präventiven und Ad-hoc-Maßnahmen unterschieden wird. Diese werden nachfolgend überblicksmäßig dargestellt.

Maßnahme	Definition
Kauf eigener Aktien	Der Rückkauf stützt den Kurs der eigenen Aktien und erschwert dadurch die Übernahme.
Poison Pills	Es handelt sich hier um bedingte Rechtsgeschäfte, deren Rechtsfolgen bei Vorliegen eines feindlichen Übernahmeangebots automatisch wirksam werden. Beispielsweise erfolgt dies durch die Ausgabe von preiswerten Bezugsrechten für Altaktionäre. Diese Aktienvermehrung führt zu einer entsprechenden Verteuerung der Übernahme und somit ist das Unternehmen für den Bieter weniger wertvoll.
Staggered Board	Das bisherige Management kann von der neuen, bereits vom Käufer beherrschten Gesellschafterversammlung nur gestaffelt und mit einer qualifizierten Mehrheit abgesetzt werden.
Golden Parachutes	Absicherung der Managementpositionen durch extrem hohe Abfindungen bei einer Absetzung.

**Tabelle 3: Präventive Abwehrstrategien von feindlichen Übernahmen**

Quelle: Jansen, 2008, S. 119 und Vogel, 2002, S. 25f.

Maßnahme	Definition
Investor Relations	Gezielte Informationspolitik in den relevanten Medien kann aktiv als Abwehrmaßnahme genutzt werden. Dabei sind die negativen Implikationen der feindlichen Übernahme für die Aktionäre des Unternehmens mit konkreten und eindeutigen betriebswirtschaftlichen Fakten darzulegen.

<sup>27</sup> Vgl. Picot (2008c), S. 298.

Crown Jewels	Bei einem Verkauf – empfehlenswerter Weise an ein befreundetes Unternehmen mit Rückkaufoption – der für den Angreifer interessanten Bereiche an Mitbewerber durch den Übernahme-Kandidat kann das Interesse stark reduziert werden.
White Knight	Hier kann der Vorstand des zu übernehmenden Unternehmens einen ihm angenehmeren Käufer suchen. Das kann ein befreundetes Unternehmen sein, das sich ebenfalls an der Börse um den Aktienkauf bemüht und so für einen starken Anstieg der Kurse sorgt. Im günstigsten Fall verteuert sich dadurch die feindliche Übernahme derart, dass die potentiellen Synergien diese Kosten nicht mehr einbringen.
Pac Man	Die Zielgesellschaft versucht ihrerseits, den Angreifer zu erwerben, nachdem dieser einen feindlichen Übernahmeangriff gestartet hat.

**Tabelle 4: Ad-Hoc-Maßnahmen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen**

**Quelle: Jansen, 2008, S. 119 und Vogel, 2002, S. 26f.**

### 2.3 Motive für Mergers and Acquisitions

In der Literatur sowie auch im Rahmen von empirischen Forschungen wurden eine Vielzahl von Gründen bzw. Motiven für die Durchführung von M&A Transaktionen gebildet. Ein einzelner Erklärungsansatz für sich kann wohl nie als Ursache für Fusionen und Unternehmenskäufe herangezogen werden. In der Regel spielen mehrere Faktoren eine Rolle, die letztendlich für die Durchführung einer Transaktion sprechen.

Da auf Seiten des Käufers eine Vielzahl von möglichen Motiven bestehen, gibt es in der Literatur dazu auch etliche Systematisierungen. Im Rahmen dieser Arbeit wird dabei der Einteilung in strategische, finanzielle und persönliche Motive gefolgt.

Grundsätzlich sind die Motive auf der Verkäuferseite nicht so vielschichtig wie die des Käufers. In der Regel werden sich die Eigentümer nur dann von ihren Anteilen trennen, wenn sie dafür einen über ihren Wertesinschätzungen liegenden Preis erhalten.<sup>28</sup> Weiters kommt es im Rahmen der Unternehmensnachfolge oder im Zuge von

---

<sup>28</sup> Vgl. Balz (2007b), S. 31.

Umstrukturierungen häufig zu Verkaufsabsichten.<sup>29</sup> Nachfolgend werden daher die typischen Motive auf der Käuferseite erläutert.

### **2.3.1 Strategische Motive**

Im Bereich der strategischen Motive werden die zwei gängigsten Theorien erläutert, namentlich die Monopoltheorie und die Effizienztheorie, die sich weiter in Skalen- und Verbundeffekte einteilen lässt.

#### **2.3.1.1 Monopoltheorie**

Ein in der Literatur häufig zu findendes Motiv für M&A ist die Monopoltheorie, die davon ausgeht, dass Transaktionen zum Erlangen von Marktmacht durchgeführt werden.

Im Rahmen dieser Theorie können durch den Zusammenschluss von Unternehmen und der mit einhergehender Marktmacherhöhung einige Vorteile erzielt werden. Beispielsweise kann die Quersubventionierung von Produkten innerhalb des Unternehmens dazu verwendet werden, um den Ausbau von Marktanteilen in anderen Geschäftsfeldern voranzutreiben.<sup>30</sup> Ein weiteres Instrument zur Erlangen einer Monopolstellung ist die allgemeine Erschwerung des Marktzutrittes durch Markteintrittsbarrieren. Diese können in rechtliche und wirtschaftliche Zugangsbeschränkungen unterschieden werden, wobei die wirtschaftlichen Barrieren weiter in kosteninduzierte und ressourceninduzierte eingeteilt werden.<sup>31</sup>

Im Speziellen kann Marktmacht durch horizontale und vertikale Zusammenschlüsse ausgebaut werden. Eine horizontale Integration bewirkt eine Konzentration des Industriesegments und kann somit zu einem de-facto Monopol bzw. einem Oligopol führen. Bei vertikalen und horizontalen Zusammenschlüssen können Markteintrittsbarrieren aufgebaut oder vergrößert werden, wie z.B. durch Kontrolle des Zugangs zu wichtigen Ressourcen.<sup>32</sup>

---

<sup>29</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 145.

<sup>30</sup> Vgl. Köppen (2004), S. 18.

<sup>31</sup> Vgl. Lindstädt (2006), S. 71.

<sup>32</sup> Vgl. Ebenda, S. 71.

### **2.3.1.2 Effizienztheorie**

Nach der Effizienztheorie liegt das Motiv eines Unternehmenszusammenschlusses in der Erzielung von Synergien, die größtenteils durch Größeneffekte und Verbundvorteile entstehen.<sup>33</sup>

Im Rahmen der effizienzorientierten Ansätze ist das Konzept der Economies of Scale wohl das Bekannteste. Gemäß dieser Theorie entstehen bei zunehmender Größe eines Betriebes und dementsprechender höherer Ausbringungsmenge Möglichkeiten der Kostendegression. Denn durch die steigende Stückzahl verteilen sich die Fixkosten auf eine größere Menge und somit werden die Stückkosten gesenkt. Dieser Effekt ist umso stärker, je fixkostenintensiver die Produktion ist.<sup>34</sup> Weitere Gründe für das Erzielen von Größenvorteilen sind das Entstehen von Spezialisierungs- und Erfahrungskurveneffekten. Bei Fokussierung auf einzelne Aktivitäten zeigt sich, dass diese effizienter abgewickelt werden können und dies ist mit Kosteneinsparungen verbunden. Im Rahmen von Lernkurvenuntersuchungen wurde nachgewiesen, dass eine Erhöhung der kumulierten Produktionsmenge die Stückkosten senken kann. Dies wurde insbesondere bei komplexen Produktionsverfahren deutlich, bei denen anfänglich hohe Ausschussquoten vorlagen und diese Probleme konnten durch die zusätzliche Erfahrung beseitigt werden.<sup>35</sup>

Eine weitere Möglichkeit zur Nutzung von Synergiepotentialen ist das Konzept der Economies of Scope, das auf Verbundeffekte abzielt. Es besagt, dass bei der gemeinsamen Produktion mehrerer Produkte in einem Unternehmen geringere Kosten anfallen als bei einer getrennten Herstellung.<sup>36</sup>

### **2.3.2 Finanzielle Motive**

M&A Transaktionen können auch aus rein finanziellen Motiven durchgeführt werden, wobei das Ziel dahinter ausschließlich das kurz- bis mittelfristige Erzielen von zusätzlichen Gewinnen ist.<sup>37</sup> Nachfolgend wird auf die Motive Diversifikation, Unterbewertung und Steuern eingegangen.

---

<sup>33</sup> Vgl. Balz (2007b), S. 22.

<sup>34</sup> Vgl. Jansen (2008), S. 135.

<sup>35</sup> Vgl. Balz (2007b), S. 23f.

<sup>36</sup> Vgl. Glaum/Lindemann/Friedrich (2006), S. 293.

<sup>37</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 144.

### **2.3.2.1 Diversifikation**

Unter Anwendung der von Markowitz entwickelten Portfoliotheorie kann ein Unternehmen durch M&A Transaktionen das Gesamtrisiko des Unternehmens reduzieren. Gemäß dieser Theorie beträgt die erwartete Gesamrendite von einem breit diversifizierten Portfolio an Investitionsprojekte die dem Durchschnitt der Renditen der einzelnen Projekte. Weiters kann das Gesamtrisiko des Unternehmens unter das durchschnittliche Risiko der einzelnen Investitionen sinken, wobei dieser Effekt bei einer hohen negativen Korrelation am stärksten ist.<sup>38</sup> Gesagt werden muss jedoch, dass diese Theorie nach dem aktuellen Stand der Wissenschaft längst überholt ist. Grund dafür ist, dass jeder Investor sein Portfolio selbst diversifizieren kann und dies vor allem billiger als die einzelnen Unternehmen. Dies führt dazu, dass die Investoren keine Prämie für ein diversifiziertes Unternehmen am Kapitalmarkt bezahlen.<sup>39</sup>

### **2.3.2.2 Unterbewertung**

Die Theorie der Unterbewertung basiert auf einem ineffizienten Kapitalmarkt, indem der Kurswert der Zielgesellschaft deutlich unter den Einschätzungen des Käufers liegt.<sup>40</sup> Hiermit liegt eine asymmetrische Informationsverteilung vor, da der Käufer über Informationen verfügt, mit denen er den Wert des Unternehmens besser einschätzen kann als die übrigen Marktteilnehmer. Diese Annahme wird in der Praxis aber nur schwer zutreffen, denn zumeist verfügt der Verkäufer über bessere Informationen als der Käufer.<sup>41</sup>

### **2.3.2.3 Steuerliche Motive**

Eine weitere Hypothese, die Unternehmenszusammenschlüsse erklären soll, ist die Annahme von möglichen Steuervorteilen.

Als Beispiel sei die Möglichkeit des Verlustvortrages angeführt, die in vielen nationalen Steuersystemen – so auch in Österreich – vorgesehen ist. Diese ermöglicht eine Ergebnisverrechnung über die Jahresgrenzen hinweg. Unternehmen mit hohen Verlustvorträgen können somit für jene Käufer interessant sein, die selbst über konstante steuerpflichtige Gewinne verfügen. Durch die Verrechnung der Gewinne mit den Verlusten des erworbenen Unternehmens kann die Steuerlast gesenkt werden.

---

<sup>38</sup> Vgl. Glaum/Lindemann/Friedrich (2006), S. 293f.

<sup>39</sup> Vgl. Jansen (2008), S. 144.

<sup>40</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 144.

<sup>41</sup> Vgl. Eschen (2002), S. 85.

Gesagt werden muss jedoch, dass dieser Ansatz stark vom individuellen Fall und den geltenden steuerlichen Rahmenbedingungen in den jeweiligen Ländern abhängt.<sup>42</sup>

### **2.3.3 Persönliche Motive**

Neben den dargestellten ökonomischen Motiven für M&A Transaktionen, die auf die Steigerung des Unternehmenswertes abzielen, gibt es zahlreiche persönliche Motive, die vor allem auf die Principal-Agent Problematik zurückzuführen sind. In diesem Teil sollen daher die Hybris- und Free-Cash-Flow-Hypothese erläutert werden.

#### **2.3.3.1 Hybris-Hypothese**

Die von Richard Roll 1986 entwickelte Hypothese geht von einem effizienten Kapitalmarkt aus, indem der jeweils aktuelle Börsenwert den wahrscheinlichsten realen Wert eines Unternehmens darstellt. Wenn das Unternehmen die Übernahme durch Zahlung einer Prämie durchführen will, gibt das Management vor, über eine bessere Einschätzung des Unternehmens zu verfügen als der Markt. Nach Roll kann dies aber aufgrund der effizienten Kapitalmärkte nicht sein, da bereits alle Informationen in dem Preis beinhaltet sind. Daraus lässt sich schließen, dass Manager ihren eigenen Einschätzungen eher trauen als die des Marktes. Daher beruht ein solches Vorgehen auf einer Selbstüberschätzung, die Roll als Hybris bezeichnet.<sup>43</sup>

#### **2.3.3.2 Free-Cash-Flow-Hypothese**

Ausgangsbasis dieser Theorie von Michael J. Jensen (1986) ist der Begriff der freien Cashflows. Diese werden als jene Cashflows definiert, die einem Unternehmen zur Verfügung stehen, nachdem alle Projekte mit positiven Net Present Value (Kapitalwert) finanziert werden. Das Management hat somit die Wahl diese Cashflows auszuschütten oder zu thesaurieren. Dies führt zu einem Zielkonflikt, da die Aktionäre naturgemäß für die vollständige Ausschüttung sind, wobei hingegen das Management das Interesse hat, diese freien Cashflows intern zu nutzen. Der Grund dahinter liegt vor allem darin, dass eine Ausschüttung immer mit einer Reduktion der vom Management kontrollierten Ressourcen einhergeht. Dies führt dazu, dass des Öfteren in M&A

---

<sup>42</sup> Vgl. Balz (2007b), S. 28.

<sup>43</sup> Vgl. Roll (1986), S. 197ff.



Transaktionen investiert wird, die nicht einmal die Kapitalkosten decken, aber die Macht und Entlohnung des Managers erhöhen.<sup>44</sup>

Diese Theorie von Jensen spiegelt auch das Phänomen des „Empire Building“ wieder. Dies besagt, dass Manager versuchen, durch ständige Zukäufe, so genanntes Empire Building, wesentliche Kennzahlen wie Umsatz oder Wachstum zu erhöhen. Der Grund dafür liegt darin, dass ihre Entlohnung meist von der Unternehmensgröße abhängig ist und durch die Verbesserung der Kennzahlen ihr Einkommen steigt.<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> Vgl. Jensen (1986), S. 323ff.

<sup>45</sup> Vgl. Balz (2007b), S. 31.

### **3. Phasen von M&A Transaktionen**

Im Rahmen einer M&A Transaktion kommen viele unterschiedliche Aufgaben auf die betreffenden Unternehmen zu. Für jeden einzelnen Schritt ist spezifisches Know How erforderlich, um zu gewährleisten, dass der gesamte M&A Prozess effizient durchgeführt wird. Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Transaktion ist die strukturierte Vorgehensweise – angefangen von der gezielten Planung, übergehend zur Abwicklung bis hin zur Integration.<sup>46</sup>

In der Literatur hat sich vor allem das Phasenmodell durchgesetzt, bei dem die einzelnen Schritte in Phasen zusammengefasst werden. Im Rahmen dieser Arbeit wird dabei dem 3-Phasen-Modell gefolgt, in dem der M&A Prozess in die Strategie-, Transaktions- und Integrationsphase eingeteilt wird. Selbstverständlich gibt es nicht einen klassischen Ablauf von M&A Transaktionen, da dies jeweils von der Form der Transaktion abhängig ist. Beispielsweise verläuft eine Fusion anders als eine Akquisition sowie sich eine feindliche Übernahme von einer freundlichen unterscheidet. In den folgenden Ausführungen wird grundsätzlich von einem typischen M&A Prozess mit Zustimmung des Managements des Zielunternehmens ausgegangen.

#### **3.1 Strategiephase**

In der ersten Phase – der Strategiephase – werden die Grundlagen geschaffen, die für eine spätere Akquisition/Fusion und deren Integration notwendig sind. Im Rahmen dieses Schrittes muss das Unternehmen abklären, welche Strategie es zur Erreichung der Unternehmensziele verfolgt und wie die erfolgreiche Implementierung ablaufen soll.<sup>47</sup>

Bevor die Entscheidung der zukünftigen Unternehmensausrichtung jedoch getroffen wird, muss eine ausführliche Analyse des eigenen Unternehmens und seiner Umwelt durchgeführt werden. Im Anschluss an diese Analysen lässt sich der spezifische M&A Bedarf ermitteln, der dann den Auslöser für weitere Schritte im Akquisitions- bzw. Fusionsprozesses darstellt.<sup>48</sup>

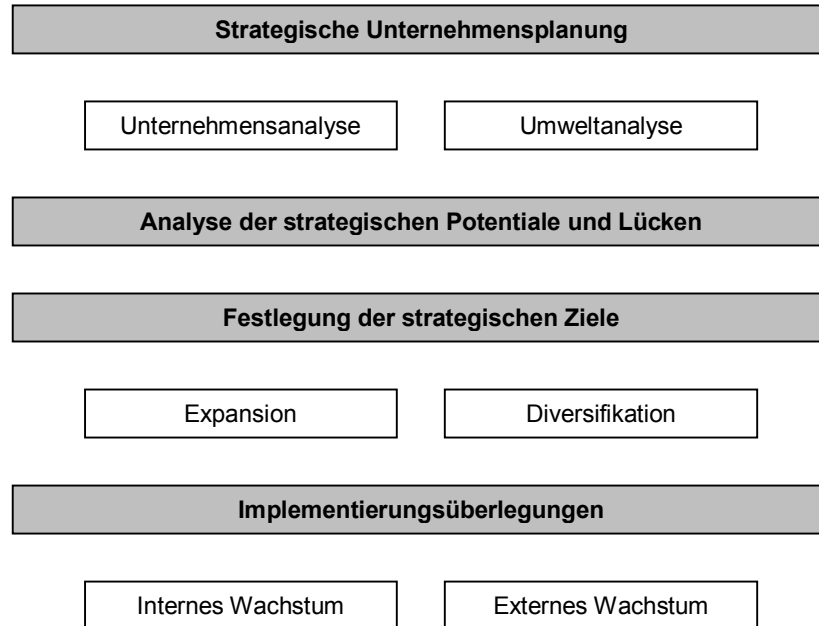
---

<sup>46</sup> Vgl. Ecker/Mittermair (2001), S. 340.

<sup>47</sup> Vgl. Wirtz/Schilke (2006), S. 321.

<sup>48</sup> Vgl. Jansen (2008), S. 250.

Die Strategiephase wird dabei in drei wesentliche Schritte eingeteilt: Analyse, Strategieentwicklung und Implementierung. Nachfolgend wird beispielhaft der Ablauf dieser Phase aus Sicht der strategischen Unternehmensplanung dargestellt:



**Abbildung 1: Ablauf der Strategiephase**

Quelle: Vgl. Jansen, 2008, S. 263.

### **3.1.1 Unternehmens- und Umfeldanalyse**

Basis für die Strategieentwicklung und –implementierung ist die sorgfältige Analyse des eigenen Unternehmens. Ausgehend von der übergeordneten Vision wird das Unternehmensleitbild abgeleitet, welches die längerfristige Ausrichtung des Unternehmens darstellt.<sup>49</sup> Wichtig ist die Identifizierung der Unternehmensziele und –potentiale, wobei dafür unterschiedliche Instrumente zum Einsatz kommen können. Beispielsweise werden Stärken-/Schwächen-Analysen, Wertschöpfungsketten, Erfolgsfaktorenanalysen, Kernkompetenzdefinitionen, Portfoliotests und Gap-Analysen eingesetzt, um die langfristige und nachhaltige Unternehmenspolitik darzustellen.<sup>50</sup>

Im Gegensatz zur Unternehmensanalyse, die auf die Identifizierung der Stärken und Schwächen des Unternehmens, die Definition und Beurteilung der Kernkompetenzen

<sup>49</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 116f.

<sup>50</sup> Vgl. Jansen (2008), S. 250f.

und die Ermittlung der internen Potentiale ausgerichtet ist, wird bei der Umfeldanalyse die Beziehungen des Unternehmens zu seiner Umwelt analysiert.

Im Rahmen dieser Analyse werden vor allem das globale Umfeld, die allgemeine Wettbewerbsstruktur und die spezifische Konkurrenz betrachtet. Nachfolgend eine Übersicht für einen dreistufigen Analyseprozess.<sup>51</sup>

### **3.1.2 Strategieauswahl und -implementierung**

Auf Basis der vorgenommenen Analysen werden die strategischen Ziele definiert und darauf aufbauend wird die Notwendigkeit einer Unternehmensexpansion oder -diversifikation bestimmt. Nach der Identifizierung des Bedarfes muss entschieden werden wie die unternehmerische Strategie umgesetzt werden soll – durch internes oder externes Wachstum. Im Rahmen dieser Überlegungen kann somit festgestellt werden, dass das angestrebte Unternehmensziel im Wege einer M&A Transaktion erreicht werden soll.<sup>52</sup>

Diese Entscheidung stellt den Auslöser eines M&A Prozesses dar und nachfolgend ist eine Strategie und ein Konzept für die zukünftigen Akquisitionen bzw. Fusionen zu erstellen. Dabei geht es vor allem um die Festlegung des Anforderungsprofils des Zielobjektes, wie zB Standort, Geschäftstätigkeit, Vertriebswege, Technologie, Forschung und Entwicklung, Personal etc. Weitere wichtige Punkte bei diesem Schritt sind.<sup>53</sup>

- Festlegung der Erwerbsart (Kauf, Fusion, etc),
- Rechtliche und finanzielle Aspekte (z.B. Kartellrecht, Finanzierungsquellen),
- Kommunikationskonzept für die Kontaktaufnahme mit potentiellen Unternehmen,
- Bestimmung der beteiligten Personen,
- Zeitplanung.

Obwohl Entscheidungen über einen Unternehmenskauf oder eine Fusion in erster Linie von strategischen Gesichtspunkten abhängen, sollte bereits in dieser Phase die grundsätzliche steuerliche Orientierung abgeklärt werden. Grund dafür ist, dass die

---

<sup>51</sup> Vgl. Steinöcker (1993), S. 20.

<sup>52</sup> Vgl. von Keitz (2007), S. 42ff.

<sup>53</sup> Vgl. Ebenda, S. 44.

einzelnen steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten unterschiedliche Konsequenzen mit sich führen. Die detaillierte Untersuchung der einzubeziehenden Steuerwirkungen wird dann in der Transaktionsphase im Rahmen einer Tax Due Diligence umgesetzt.<sup>54</sup>

## **3.2 Transaktionsphase**

Den Kernbereich einer M&A Transaktion stellt die eigentliche Transaktionsphase dar, in der die Fusion bzw. der Unternehmenskauf durchgeführt wird. Die wesentlichen Elemente dieser Phase sind die Identifizierung des Zielunternehmens, die Due Diligence, die Unternehmensbewertung und die Vertragsverhandlungen inklusive der endgültigen Kaufpreisbestimmung. Die Transaktionsphase endet mit dem offiziellen Übergang des Unternehmens.

In diesem Kapitel werden somit die typischen Schritte im Rahmen einer M&A Transaktion dargestellt. Viele der dargestellten Abläufe lassen sich auf unterschiedliche Transaktionsformen anwenden. Zu beachten ist allerdings, dass in einigen Punkten – abhängig von der gewählten M&A Struktur – andere Verfahrensabläufe bestehen.

### **3.2.1 Screening/Auswahl**

Nach der Ausarbeitung der Strategie und des Konzeptes für die potentielle M&A Transaktion beginnt der Screening Prozess zur Suche von attraktiven Kaufobjekten. Die Identifizierung von möglichen Kandidaten kann sowohl über einen systematischen als auch über einen opportunistischen Prozess erfolgen. Bei einem opportunistischen Prozess ist das Unternehmen passiv orientiert. Ideen für mögliche M&A Projekte werden hier von externen Stellen getätigt, wie beispielsweise von Investmentbanken oder Unternehmensberatern. Bei einem systematischen Vorgehen wird aktiv nach geeigneten Unternehmen gesucht.<sup>55</sup>

Ausgangspunkt dieser Suchphase ist die Selektion möglicher Zielbranchen, wobei die Branchenstruktur sowie die branchenspezifischen Wachstumsaussichten analysiert werden. Besonders geachtet wird hierbei auf die Faktoren Rentabilität, Lebenszyklusphase, Wettbewerbsintensität und Markteintrittsbarrieren sowie die

---

<sup>54</sup> Vgl. Löffler (2002), S. 359.

<sup>55</sup> Vgl. Wöhler/Cumpelik (2006), S. 456.

relevanten Risiko- und Erfolgsfaktoren. Nach der ersten Grobauswahl wird eine so genannte Shortlist erstellt, in der die potentiellen Unternehmen aufgelistet werden. Um zu entscheiden welche Kandidaten am besten in das Strategiekonzept passen, werden Kriterien erstellt, wobei vor allem folgende von wesentlicher Bedeutung sind:<sup>56</sup>

- Finanzielle (Umsatz, Vermögens- und Kapitalstruktur, Cashflow),
- Organisatorische (Eigentümerstruktur, Managementteam, Infrastruktur, Unternehmenskultur),
- Marktbezogene (Marktgröße- und Wachstum, Preisstruktur, Nachfrageverhalten, Wettbewerbssituation),
- Produktbezogene (Produktkategorien, Marktanteil, Umsatzhöhe, Kundensegmente, Vertriebskanäle, Kostensituation).

Aufbauend auf den Ergebnissen des Screening Prozesses wird das am besten geeignete Zielobjekt ausgewählt. Im nächsten Schritt wird eine so genannte Outside-In-Analyse durchgeführt, indem alle zur Verfügung stehenden Informationen über das Zielobjekt ausgewertet werden. Im Wesentlichen beinhaltet dies einen Markt- und Wettbewerbsvergleich sowie eine wirtschaftliche Grobanalyse. Ziel dieser Maßnahmen ist es, einen ersten Entwurf eines Business Cases zu erstellen, der die zukünftige Entwicklung des Zielunternehmens unter Berücksichtigung der möglichen Synergien beinhaltet. Weiters wird bereits in dieser Phase eine vorläufige Unternehmensbewertung durchgeführt, um erste Einschätzungen über das Wertsteigerungspotential zu erlangen.<sup>57</sup>

Nach erfolgreicher Auswahl des Zielobjektes und erster Analyse des Unternehmens erfolgt die Kontaktaufnahme mit dem potentiellen Kandidaten. Dabei soll zuerst die Verhandlungsbereitschaft des Managements des Zielunternehmens eruiert werden, um danach die wesentlichen Eckpunkte der Transaktion festzulegen. Da anschließend die Phase der Due Diligence und Unternehmensbewertung folgt, ist es im Interesse beider Parteien vorvertragliche Vereinbarungen zu treffen. Insbesondere wird das Zielunternehmen zur Bereitstellung von Informationen nur unter gewissen Bedingungen bereit sein. Aus diesem Grund werden häufig Geheimhaltungsvereinbarungen (Confidentiality Agreement) und Absichtserklärungen (Letter of Intent) abgeschlossen. Durch diese Vereinbarungen wird in schriftlicher Form festgehalten, dass beide Parteien grundsätzlich an der Transaktion interessiert sind.

---

<sup>56</sup> Vgl. Stelter/Roos (2006), S. 348f.

<sup>57</sup> Vgl. Wöhler/Cumpelik (2006), S. 457.

Weiters beinhalten sie bisherige Verhandlungsergebnisse und die weitere Vorgehensweise.<sup>58</sup>

### **3.2.2 Due Diligence**

Allgemein ist die Durchführung einer M&A Transaktion eine komplexe und schwierige Angelegenheit da Unternehmen, Unternehmensteile oder auch Beteiligungen an Unternehmen den Eigentümer wechseln. Aus diesem Grund sind solche Projekte nicht nur mit Chancen sondern auch mit hohen Risiken verbunden. Insbesondere herrscht ein großes Maß an Unsicherheit über die entscheidungsrelevanten Fakten.<sup>59</sup> In der Praxis hat sich gezeigt, dass bei vielen M&A Transaktionen nicht der gewünschte bzw. erwartete Erfolg eingetreten ist. Daher sind eine sorgfältige Planung sowie eine genaue Untersuchung des Zielunternehmens von essentieller Bedeutung. In diesem Zusammenhang hat sich die so genannte Due Diligence Prüfung als wesentliches Instrument entwickelt, um eventuelle Risiken des Projektes aufzudecken und zu analysieren.<sup>60</sup>

Unter einer Due Diligence wird die umfassende, sorgfältige Analyse und Beurteilung eines einzelnen potentiellen Zielunternehmens zur Ermittlung aller entscheidungsrelevanten Informationen verstanden. Im Rahmen dieser Prüfung wird versucht sämtliche Chancen und Risiken der geplanten M&A Transaktionen aufzudecken sowie potentielle Wertsteigerungen zu eruieren.<sup>61</sup>

Die Ziele bzw. Hauptfunktionen der Due Diligence können folgendermaßen zusammengefasst werden:<sup>62</sup>

- Informationsbeschaffung: Ermöglicht eine umfassende Analyse der rechtlichen und wirtschaftlichen Situation des Zielunternehmens.
- Aufdecken von Risiken und Chancen: Im Mittelpunkt steht hier die Identifikation von Risikofeldern (Deal Breaker) und Opportunitäten (Upside-Potentiale). Dies ist vor allem für die Verhandlungen über die Höhe des Kaufpreises und für die Vertragsausgestaltung (z.B. Anpassungsklauseln, Garantien) von Bedeutung.

---

<sup>58</sup> Vgl. von Keitz (2007), S. 45f.

<sup>59</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 177.

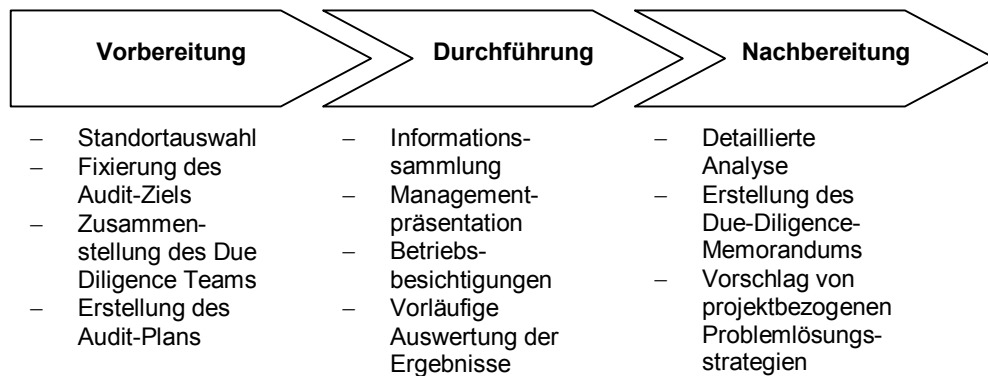
<sup>60</sup> Vgl. Benedek (2001), S. 58.

<sup>61</sup> Vgl. Rockholtz (2008), S. 187.

<sup>62</sup> Vgl. Görtz (2006), S. 523f und Hansmeyer/Roling (2010), S. 79f.

- Beweissicherung: Die Dokumentation der gewonnenen Ergebnisse aus der Due Diligence Prüfung ist eine wesentliche Beweisgrundlage für etwaige Streitigkeiten nach dem Abschluss der Transaktion.
- Vorbereitung der Integration: Bereits in dieser Phase werden Synergiepotentiale identifiziert um die Integration nach der Durchführung der Transaktion effizient abwickeln zu können.

Die Ablauforganisation einer Due Diligence kann grundsätzlich in Informationssammlung, Informationsverarbeitung und Informationsanalyse eingeteilt werden. Nachfolgende Abbildung zeigt das typische Ablaufschema einer Due Diligence Prüfung:



**Abbildung 3: Due Diligence Prozess**

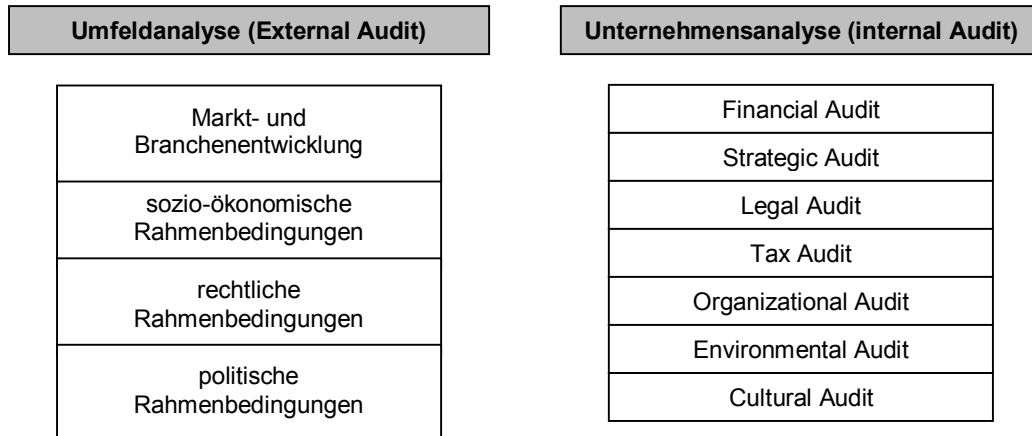
**Quelle: Vgl. Rockholtz, 1999, S. 87.**

Die Due Diligence Prüfung wird üblicherweise in verschiedene Prüfungsfelder – so genannte Audits – eingeteilt. Dabei unterscheidet man grundsätzlich zwischen internen und externen Audits. Während sich die internen Audits direkt auf das einzelnen Zielunternehmen beziehen, werden bei externen Audits die Umfeldbedingungen untersucht. Die nachfolgende Übersicht zeigt die einzelnen Teilbereiche einer Due Diligence Prüfung.<sup>63</sup>

---

<sup>63</sup> Vgl. Rockholtz (2008), S. 187.





**Abbildung 4: Teilprozesse einer Due Diligence**

Quelle: Vgl. Picot, 2008b, S. 172 und Rockholtz, 2008, S. 188.

In den nachfolgenden Unterabschnitten wird auf die einzelnen Teilbereiche eingegangen, wobei sich die Ausführungen auf die Strategic, Financial, Legal und Tax Due Diligence beschränken. Grund dafür ist, dass diese Audit Bereiche am häufigsten in der Praxis angewendet werden.

### 3.2.2.1 Strategic Due Diligence

Bei M&A Transaktionen spielen häufig vor allem strategische Ziele eine Rolle. Im Rahmen der Strategiephase wurde das eigene Unternehmen analysiert und darauf aufbauend ein Strategiekonzept für zukünftige Transaktionen erstellt. Das ist immer die Grundlage für einen Akquisitions- oder Fusionsprozess um die Erreichung der strategischen Ziele sicherzustellen.

Aus diesem Grund ist es von essentieller Bedeutung, dass im Rahmen der Due Diligence Prüfung die strategische Stoßrichtung des Zielunternehmens identifiziert wird. Dies dient der Feststellung, ob und inwieweit diese im Einklang mit den vordefinierten strategischen Zielen des Erwerbers stehen. Die strategische Due Diligence ist daher die erste Stufe der Zweckmäßigkeitprüfung, in der die grundsätzliche Eignung des Zielobjektes als Werkzeug zur Werterhöhung untersucht wird. Zu den wichtigsten Bereichen in der Strategic Due Diligence zählen:<sup>64</sup>

- Benchmark-Analyse der Stärken und Schwächen des Zielunternehmens für die wesentlichen Erfolgsfaktoren (Vergleich zu den führenden Wettbewerbern),

---

<sup>64</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 164f.

- Prüfung der strategischen Stoßrichtung des Zielunternehmens insbesondere hinsichtlich ihrer Plausibilität,
- Ermittlung des Grades der Übereinstimmung zwischen den Zielkriterien des Käufers und des Zielobjektes,
- Ermittlung und Quantifizierung der Synergien aus der beabsichtigten Unternehmensverbindung.

### **3.2.2.2 Financial Due Diligence**

Die Financial Due Diligence wird häufig als Kern der gesamten Due Diligence Untersuchung angesehen. Sie erstellt die Basisdaten für fast alle anderen Audit Bereiche und steht mit diesen auch im engen Zusammenhang. Im Rahmen der Financial Due Diligence werden Informationen gesammelt und anschließend analysiert um Erkenntnisse zur wirtschaftlichen bzw. finanziellen Situation des Zielunternehmens zu erlangen. Die Daten, auf denen diese Prüfung basiert, kommen im Wesentlichen aus dem externen Rechnungswesen. Dabei werden vor allem die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), der Lagebericht und der Anhang herangezogen.<sup>65</sup>

Weiters werden im Zuge der Financial Due Diligence die Systeme und Organisation des Finanz- und Rechnungswesen überprüft, dies beinhaltet somit nicht nur die Analyse der Jahresabschlüsse, sondern auch die Kosten- und Leistungsrechnung, das Berichtswesen, die Budgetierung und die Planungsdaten. Ziel der Prüfung ist es ein umfassendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu erlangen. Dabei reicht es nicht aus nur vergangenheitsorientierten Daten heranzuziehen, sondern es werden auch die internen Planungsdaten untersucht, um die Entwicklung und Zukunftsfähigkeit des Zielunternehmens zu eruieren.<sup>66</sup>

In einem ersten Schritt wird die Vermögenslage analysiert, wobei zuerst die angewendeten Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden auf ihre Richtigkeit und konsistente Anwendung untersucht werden. Danach erfolgt die Betrachtung der einzelnen Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten, um sicherzustellen, dass ihre Bewertung im Einklang mit den gesetzlichen Vorschriften und ihrem angemessenen Wert stehen.<sup>67</sup>

---

<sup>65</sup> Vgl. Picot (2008b), S. 176.

<sup>66</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 167.

<sup>67</sup> Vgl. Bredy/Strack (2008), S. 376.

Im Bereich des Anlagevermögens ist die Altersstruktur ein wichtiger Faktor, da hier ein möglicher Investitionsstau erkannt werden kann, der somit zukünftige Investitionen notwendig macht. Dies ist immer mit einem erheblichen Zahlungsmittelabfluss in der Zukunft verbunden und führt daher zu einer Reduktion des Unternehmenswertes. Weiters sollten etwaige stille Reserven beachtet werden, die abhängig von dem angewendeten Rechnungslegungsstandard stark differieren können. Weitere wichtige Untersuchungsgebiete betreffen die Forderungen und Verbindlichkeiten bzw. Rückstellungen. Bei Forderungen besteht vor allem das Risiko der Uneinbringlichkeit. Bei den Verbindlichkeiten besteht das umgekehrte Risiko – nämlich der unvollständige oder zu niedrige Ausweis. Weiters können Rückschlüsse auf den Umgang mit Kunden bzw. Lieferanten getroffen werden, wie z.B. die Zahlungsmoral oder ob es gewisse Abhängigkeiten gibt. Besonderes Augenmerk ist auf den Bereich der Rückstellungen zu legen, da diese einen guten Anhaltspunkt für zukünftige, potentielle Risiken bieten.<sup>68</sup>

Im Rahmen der Analyse der Ertragslage sollen vor allem Werttreiber und Risiken des Geschäftes des Zielobjektes herausgearbeitet werden. Dabei werden Umsätze und Margen nach einzelnen Produkten, Produktgruppen und –bereichen analysiert sowie die verschiedenen Märkte und Kundengruppen betrachtet. Am häufigsten werden wichtige Ergebnisgrößen wie beispielsweise EBIT (Earnings before Interest and Taxes) oder EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) untersucht, da sie das operative Ergebnis des Unternehmens zeigen ohne Berücksichtigung von Finanzierungsformen und ertragssteuerlichen Einflüssen.<sup>69</sup> Selbstverständlich beschränkt sich die Analyse der Ertragslage nicht nur auf bestimmte Ergebnisgrößen, sondern beinhaltet auch weitere Einzeluntersuchungen um die Ertragskraft sowie die Kostensituation des Unternehmens zu bestimmen.<sup>70</sup>

Die Finanz- und Liquiditätssituation des Zielunternehmens wird vor allem auf Basis der Bilanz und Kapitalflussrechnung ausgearbeitet. Da die Bilanz nur eine stichtagsbezogene Darstellung ist, liefert die Kapitalflussrechnung nähere Informationen auf welche Weise Liquidität generiert oder verbraucht wird.<sup>71</sup> Dabei werden die einzelnen Bereiche dieser Cashflow-Analyse – operative Geschäftstätigkeit, Investitionstätigkeit und Finanzierungstätigkeit – genauer untersucht. Im Speziellen

---

<sup>68</sup> Vgl. Grote (2007), S. 118ff.

<sup>69</sup> Vgl. Bredy/Strack (2008), S. 370ff.

<sup>70</sup> Vgl. Grote (2007), S. 121.

<sup>71</sup> Vgl. Ebenda, S. 121f.

wird auf den Free Cashflow geachtet, der sich aus dem operativen Cashflow unter Berücksichtigung der Investitionstätigkeit ergibt. Dieser gibt Aufschluss darüber, wie viele Mittel zur Bedienung von Fremdkapitalzinsen, zur Tilgung von Krediten/Darlehen und zur Ausschüttung an die Anteilseigner zur Verfügung stehen.<sup>72</sup>

### **3.2.2.3 Legal Due Diligence**

Die Legal Due Diligence umfasst die Ausarbeitung der rechtlichen Basis und der rechtlichen Rahmenbedingungen des Zielunternehmens. Dabei soll erreicht werden, rechtliche Risiken aufzudecken und das wirtschaftliche Risiko, dass bei Eintreten des konkreten Risikos entsteht, zu quantifizieren. Darüber hinaus sollen erste Lösungsvorschläge entwickelt werden, wie mit diesen entdeckten Risiken im weiteren Transaktionsprozess umgegangen werden kann.<sup>73</sup>

Die Legal Due Diligence bezieht sich vor allem auf folgende Untersuchungsgebiete:<sup>74</sup>

- Gesellschaftsrechtliche Struktur: Eckdaten des Zielunternehmens, Inhalt der Gesellschaftsverträge bzw. der Satzung, Bestimmung der Gesellschaftsorgane.
- Vertragsbeziehungen: Lieferungs- und Leistungsverträge, Dauerbeziehungen, Lizenzen, Miet- und Pachtverträge, Versicherungsverträge, Gewährleistungen und Haftungen, Arbeitsverträge.
- Öffentlich-rechtliche Rahmenbedingungen: Genehmigungen und Erlaubnisse, Auflagen, Subventionen.
- Rechtsstreitigkeiten: Auflistung der schwebenden Geschäfte und laufenden Verfahren, in denen die Gesellschaft verwickelt ist.

### **3.2.2.4 Tax Due Diligence**

Im Rahmen einer Tax Due Diligence werden folgende Ziele verfolgt:<sup>75</sup>

- Analyse steuerlichen Risiken (Steuerstatus),
- Formulierung der Steuerklausel und
- Strukturierung der Akquisition.

---

<sup>72</sup> Vgl. Bredy/Strack (2008), S. 379.

<sup>73</sup> Vgl. Balda (2010), S. 126.

<sup>74</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 170 und Balda (2010), S. 127ff.

<sup>75</sup> Vgl. Baumann/Waitz-Ramsauer (2008), S. 174.

Der Hauptkern einer jeden Tax Due Diligence ist Quantifizierung der möglichen steuerlichen Risiken, die einer vergangenheitsorientierten Untersuchung erfolgt. Es werden hier finanzielle Verpflichtungen gegenüber dem Fiskus analysiert, wobei vor allem ertragsteuerliche Komponenten sowie Gebühren und Verkehrssteuern davon betroffen sind.<sup>76</sup> Zu diesem Zweck wird in einem ersten Schritt der Steuerstatus der Gesellschaft erhoben, der den Veranlagungsstand und den Betriebsprüfungsstand darstellt. Davon ausgehend soll ersichtlich werden, auf welchen Zeitraum sich die allfälligen Steuerrisiken beschränken.<sup>77</sup>

Aufbauend auf diesen Ergebnissen werden insbesondere in Unternehmenskaufverträgen Steuerklauseln vereinbart, die gewährleisten, dass jegliche Steueraltlasten vom Verkäufer übernommen werden. In weiterer Folge wird die endgültige optimale steuerliche Gestaltungsform für die Transaktion herausgearbeitet. Dadurch sollen bereits die nächsten notwendigen Schritte geplant werden, um eine einwandfreie Durchführung des Kaufes bzw. der Fusion sicherzustellen.<sup>78</sup>

Der Umfang einer jeder Tax Due Diligence hängt vor allem von der Größe des Unternehmens und der jeweiligen Erwerbsform (Share oder Asset Deal) ab. Es gibt zwar typische Untersuchungsfelder, die bei den meisten Tax Due Diligences zur Anwendung kommen, wie beispielsweise Verlustvorträge, Verrechnungspreise, latente Steuern und die Tax Reconciliation. Dennoch gibt es aufgrund der Individualität eines jedes Unternehmens immer wieder spezifische Problemstellungen.<sup>79</sup>

Die Identifizierung und Analyse der Übertragbarkeit von Verlustvorträgen ist ein Hauptbestandteil einer Tax Due Diligence, da diese für potentielle Käufer einen gewissen Wert darstellen. Dabei können bei Unternehmenstransaktionen bestimmte Tatbestände zur Reduzierung bzw. völligen Verlustes des Verlustvortrages führen.<sup>80</sup> Dazu zählt beispielsweise der Mantelkauf, der gemäß § 8 Abs 4 Z 2 Körperschaftsteuergesetz (KStG)<sup>81</sup> dann vorliegt, wenn die Identität des Steuerpflichtigen infolge einer wesentlichen Änderung der organisatorischen und wirtschaftlichen Struktur im Zusammenhang mit einer wesentlichen Änderung der

---

<sup>76</sup> Vgl. Baumann/Waitz-Ramsauer (2008), S. 174.

<sup>77</sup> Vgl. Götz (2007), S. 100.

<sup>78</sup> Vgl. Baumann/Waitz-Ramsauer (2008), S. 174.

<sup>79</sup> Vgl. Götz (2007), S. 98ff.

<sup>80</sup> Vgl. Ebenda, S. 101.

<sup>81</sup> Körperschaftsteuergesetz 1988 (KStG) (BGBl. Nr. 401/1988) idF: BGBl. I Nr. 76/2011.

Gesellschaftsstruktur auf entgeltlicher Grundlage nach dem Gesamtbild der Verhältnisse wirtschaftlich nicht mehr gegeben ist.

Die Thematik der Verrechnungspreise ist ein komplexes und umfangreiches Thema, das auf dem Arm's Length-Prinzip beruht. Dies bedeutet, dass die Vertragsbedingungen innerhalb eines Konzerns so ausgestaltet sein müssen, als ob diese zwischen unabhängigen Dritten bestünde. Für einen potentiellen Käufer besteht in diesem Bereich vor allem das Risiko, dass Verrechnungspreise bei einer Betriebsprüfung nicht anerkannt werden und somit zu einer Erhöhung der steuerlichen Einkünfte führen können. Im Rahmen einer Tax Due Diligence wird jedoch lediglich eine Plausibilisierung und die Identifizierung etwaiger Risiken vorgenommen. Für eine genauere Analyse dieser Thematik ist eine eigene Transfer-Pricing-Studie notwendig.<sup>82</sup>

Latente Steuern sollte immer im Gegenstand einer Tax Due Diligence sein, da für den Erwerber vor allem zukünftige Steuerbelastungen von Bedeutung sind. Durch die Ergebnisse der Analyse wird entweder der Kaufpreis angepasst oder spezielle Steuerklauseln im Kaufvertrag festgelegt.<sup>83</sup>

Im Rahmen einer Tax Reconciliation wird das unternehmensrechtliche Ergebnis auf das steuerrechtliche Ergebnis übergeleitet. Die wesentlichen Positionen der steuerlichen Mehr-Weniger-Rechnung werden analysiert, um einen Überblick zu bekommen, wie hoch die effektive Steuerbelastung der Zielgesellschaft ist. Dies ermöglicht dem potentiellen Käufer eine detaillierte Planung für die Zukunft vorzunehmen.<sup>84</sup>

### **3.2.3 Unternehmensbewertung**

Die Bewertung eines Unternehmens oder eines Unternehmensteiles stellt ein komplexes und schwieriges Problemfeld des M&A Geschäftes dar. Dabei stellt sich zu Beginn die Frage welche Bewertungsmethode gewählt werden soll, die am besten den tatsächlichen Wert des Unternehmens abbildet. Weiters müssen bei fast allen gängigen Bewertungsverfahren umfangreiche Prognosen erstellt werden, die dazu

---

<sup>82</sup> Vgl. Götz (2007), S. 103f.

<sup>83</sup> Vgl. Baumann/Waitz-Ramsauer (2008), S. 177.

<sup>84</sup> Vgl. Götz (2007), S. 106.

führen, dass die Bewertung naturgemäß mit etlichen Unsicherheitsfaktoren belastet ist.<sup>85</sup>

An dieser Stelle sei auch angeführt, dass die Unternehmensbewertung nur Ausgangspunkt für die Kaufpreisfindung ist. Der Kaufpreis einer Transaktion ist das Ergebnis von Vertragsverhandlungen und wird somit durch ökonomische, verhandlungstaktische und psychologische Faktoren beeinflusst. Der Wert eines Unternehmens ist hingegen definiert als der Nutzen, der einem Käufer bzw. Verkäufer aus diesem Unternehmen entsteht.<sup>86</sup> Dieser ergibt sich folgendermaßen: M&A Wertschaffung = Wert des gekauften Unternehmens – Kaufpreis + Synergien – Transaktionskosten.<sup>87</sup>

Im Falle eines Unternehmenskaufes wird naturgemäß nur das Zielunternehmen bewertet, wobei bei Fusionen eine Bewertung von beiden beteiligten Parteien vorzunehmen ist. Grund dafür ist, dass im Rahmen einer Fusion nicht Bargeld fließt, sondern zumeist ein Aktientausch stattfindet. Daher müssen die Werte beider Unternehmen ermittelt werden, um das richtige Austauschverhältnis festlegen zu können.

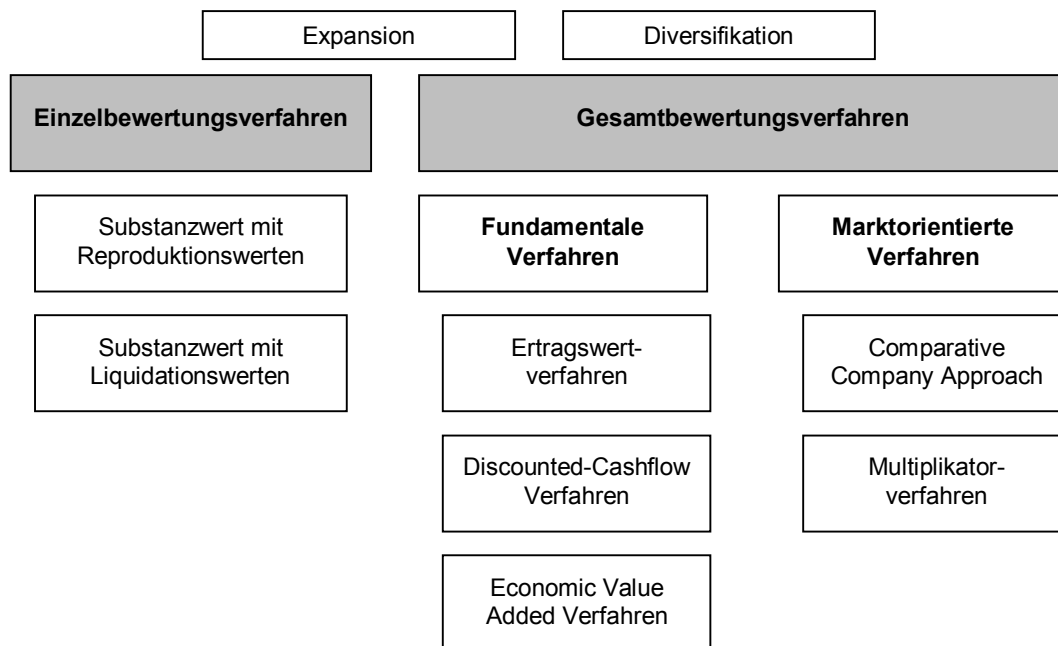
Die Verfahren der Unternehmensbewertung lassen sich folgendermaßen einteilen:

---

<sup>85</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 166f.

<sup>86</sup> Vgl. Beyer/Castedello (2010), S. 37.

<sup>87</sup> Vgl. Hommel/Grass (2008), S. 374.



**Abbildung 5: Systematisierung der gängigsten Bewertungsmethoden**

Quelle: Vgl. Jansen, 2008, S. 284 und Achleitner, 2002, S. 171.

In den nachfolgenden Ausführungen werden die wichtigsten und gängigsten Unternehmensbewertungsverfahren bei M&A Transaktionen vorgestellt. Grundsätzlich wird nur auf Gesamtbewertungsverfahren eingegangen, da die Anwendung von Einzelbewertungsmethoden problematisch ist. Grund dafür ist, dass ein erheblicher Informationsbedarf besteht, da jeder Vermögensgegenstand gesondert zu bewerten ist und die zukünftige Leistungsfähigkeit des Unternehmens nicht berücksichtigt wird. Aus diesem Grund werden diese Bewertungsverfahren hier außer Acht gelassen.

Im Bereich der Gesamtbewertungsverfahren wird das Ertragswertverfahren zwar häufig angewendet, jedoch wird diese Berechnung seit Jahren stark kritisiert. Diese Methode beruht auf Gewinngrößen, die aus dem laufenden Rechnungswesen ermittelt werden. Die bekannten Schwachstellen wie die Bewertungsproblematik, Vernachlässigung des Zeitwertes des Geldes und leichte Manipulierbarkeit der Daten führten dazu, dass immer mehr auf Cashflow basierten Verfahren zurückgegriffen wurde.

Das wohl bedeutendste und in der Praxis am häufigsten angewendete Verfahren stellt die Discounted Cashflow-Methode (DCF) dar. Alternativ dazu hat sich in den letzten Jahren das Economic Value Added Verfahren (EVA) gebildet. Dieses wird nicht zur Unternehmenssteuerung und -führung herangezogen, sondern nunmehr auch vermehrt als Ansatz zur Unternehmensbewertung. Die dritte behandelte Methode



stellen marktorientierte Verfahren dar, wobei hier zwischen dem Comparative Company Approach und den Multiplikatormethoden unterschieden wird.

### **3.2.3.1 Discounted-Cashflow-Verfahren**

Im Rahmen des Discounted Cashflow-Verfahren wird der Unternehmenswert durch Diskontierung von zukünftigen Cashflows gebildet. Diese Zahlungsüberschüsse werden Free Cashflows genannt und stellen die erwarteten Zahlungen an die Kapitalgeber dar. Im Einzelnen werden drei verschiedene Ansätze unterschieden, wobei beim Konzept der Weighted Average Cost of Capital (WACC) und beim Adjusted Present Value Verfahren (APV) der Marktwert des Eigenkapital indirekt berechnet wird. Diese Entity Ansätze bilden die Differenz aus dem Gesamtkapital und dem Fremdkapital um den Unternehmenswert zu ermitteln. Im Gegensatz dazu wird beim Equity Verfahren der Marktwert des Eigenkapitals direkt durch Abzinsung der Flow to Equity Cashflows (zukünftige Cashflows reduziert um die Zahlungen aus der Fremdfinanzierung) mit den Eigenkapitalkosten ermittelt.<sup>88</sup>

Der WACC Ansatz ist in der Praxis der wichtigste Vertreter der DCF Methode und ermittelt den Unternehmenswert durch Kapitalisierung der Free Cashflows mit dem gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkostensatz. Da Unternehmen in der Regel einen unbegrenzten Zeithorizont haben und Zahlungsüberschüsse nur für einen gewissen Zeitraum detailliert prognostiziert werden können, wird ein Phasenmodell angewendet. In der ersten Phase – zumeist 10 Jahre – wird eine detaillierte Planung für Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie für die Kapitalflussrechnung vorgenommen. Im Rahmen der zweiten Phase können lediglich grobe bzw. pauschale Annahmen getroffen werden, wobei zumeist von gleich bleibenden oder konstant wachsenden finanziellen Überschüssen ausgegangen wird. Dieser Wert wird als Terminal Value oder Fortführungswert bezeichnet und stellt einen erheblichen Teil des gesamten Unternehmenswertes dar.<sup>89</sup>

Die wesentlichen Aufgaben bei der Unternehmensbewertung mit dem WACC Ansatz sind die Bestimmung der zukünftigen Zahlungsüberschüsse und des gewichteten Kapitalkostensatzes.

---

<sup>88</sup> Vgl. Seiler (2004), S. 28.

<sup>89</sup> Vgl. Timmreck (2007), S. 138f.

Bei Vorliegen einer integrierten Planungsrechnung, die die Entwicklung des Fremdkapitals explizit prognostiziert, lässt sich der Free Cashflow wie folgt ermitteln:

Handelsrechtliches Ergebnis (Jahresüberschuss)
+ Fremdkapitalzinsen
- Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shield)
= Ergebnis vor Zinsen nach angepassten Ertragssteuern (NOPAT = Net operating profit less adjusted taxes)
+/- Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
+/- Abschreibungen/Zuschreiben
+/- Bildung/Auflösung von langfristigen Rückstellungen
+/- Verminderung/Erhöhung des Nettoumlaufvermögens (Net Working Capital)
+/- Cashflow aus Desinvestitionen/Investitionen
= Free Cash Flow

**Tabelle 5: Ermittlung des Free Cash Flows Schema 1**

**Quelle: Kammer der Wirtschaftstreuhänder, 2006, S. 129.**

Wenn Daten über die Entwicklung des Fremdkapitals nicht vorliegen bzw. nur sehr schwer eingeschätzt werden können, kann folgendes vereinfachtes Schema angewendet werden:

Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT = Earnings before Interest and Taxes)
- Steuern auf operatives Ergebnis
= Ergebnis vor Zinsen nach angepassten Steuern

**Tabelle 6: Ermittlung des Free Cash Flows Schema 2**

**Quelle: Kammer der Wirtschaftstreuhänder, 2006, S. 129.**

Bei dieser Ermittlung wird vom EBIT ausgegangen und der Steuervorteil der Fremdkapitalzinsen bleibt hier unberücksichtigt. Ausgehend vom Ergebnis vor Zinsen nach angepassten Steuern erfolgt die Berechnung der Free Cashflows analog zum Schema 1.

Der zweite Schritt bei der WACC Methode ist die Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten. Während sich die Fremdkapitalkosten aus der tatsächlichen Verzinsung der Unternehmensschulden ergeben, werden die Eigenkapitalkosten mit Hilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) berechnet. Dieses Modell basiert unter der Annahme von vollkommenen Kapitalmärkten darauf, dass Anleger ihr Risiko optimal diversifizieren können und somit nur das unternehmensspezifische Risiko übernehmen müssen. Diese Risikoprämie über den risikofreien Zinssatz wird mit Hilfe des Beta-

Faktors des Unternehmens berechnet, der die Veränderung der Unternehmensrendite im Verhältnis zur Veränderung der Marktrendite angibt. Durch die Anwendung des CAPM wird sichergestellt, dass neben den individuellen Unternehmensdaten auch Marktinformationen in die Bewertung einfließen.<sup>90</sup>

Die Formel des CAPM lautet wie folgt:

$$k_{EK} = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta$$

Die gewichteten Kapitalkosten werden auf Basis der anteiligen Eigen- und Fremdkapitalkosten aufgrund von Marktkapitalisierungswerten berechnet. Dabei wird auf Seiten der Fremdkapitalkosten die Steuerersparnis durch Fremdfinanzierung berücksichtigt:

$$WACC = r_{EK} * \frac{EK^{MW}}{GK^{MW}} + i * (1-s) * \frac{FK^{MW}}{GK^{MW}}$$

Der Marktwert des Gesamtkapitals errechnet sich dann aus der Summe der diskontierten Free Cashflows der Detailplanungsphase und dem abgezinnten Terminal Value:

$$GK^{MW} = \sum \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCF}{WACC - g}$$

Davon wird der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen, das bei marktüblicher Verzinsung dem Buchwert des Fremdkapitals entspricht. Auf diese Weise wird der Marktwert des Eigenkapitals und somit der Unternehmenswert ermittelt.<sup>91</sup>

Das DCF Verfahren hat sich zwar in der Praxis vermehrt durchgesetzt, trotzdem dürfen die Schwächen dieser Methode nicht vergessen werden. Beispielsweise lässt sich das theoretische Konzept des CAPM nur schwer auf die Bewertungspraxis übertragen. Die Gründe dafür liegen in den restriktiven Annahmen, wie die Existenz von vollkommenen Kapitalmärkten. Weiters ist die Ermittlung des Beta-Faktors problematisch, da sich die

---

<sup>90</sup> Vgl. Hommel/Grass (2008), S. 376.

<sup>91</sup> Vgl. Kammer der Wirtschaftstreuhänder (2006), S. 129.

Betas im Zeitverlauf ändern. Nicht unterschätzt werden darf außerdem die überproportionale Gewichtung des Terminal values.<sup>92</sup>

### 3.2.3.2 Economic Value Added Methode

Wie bereits oben angeführt, löst die Cashflow basierte Berechnung des Unternehmenswertes die bekannten Schwachstellen von Gewinngrößen orientierten Methoden. Dennoch gibt es in Theorie und Praxis immer wieder Stimmen, die das Heranziehen von Gewinnen für vorteilhafter erachten. Besonders die relative Einfachheit der Berechnung wird hier angeführt, da die erforderlichen Daten direkt aus dem Rechnungswesen kommen und somit nicht in Zahlungsströme übergeführt werden müssen.

Der EVA Ansatz, der von der Unternehmensberatungsgesellschaft Stern Stewart & Co entwickelt wurde, versucht diese Lücke zu schließen. Dabei wird auf das Konzept der Residualgewinne zurückgegriffen, die sich aus den erwirtschafteten betrieblichen Gewinnen abzüglich der mit dem Kapitaleinsatz verbundenen Kosten ergeben. Formal kann die Berechnung somit folgendermaßen dargestellt werden:<sup>93</sup>

$$EVA_t = NOPAT_t - (IC_{t-1} * WACC)$$

Der EVA für jede Periode entspricht dem operativen Ergebnis nach Steuern abzüglich der Kapitalkosten, die sich aus dem Produkt des gewichteten Kapitalkostensatzes mit dem eingesetzten Kapital ergeben.<sup>94</sup> Wie beim DCF Verfahren werden die EVAs für einen gewissen Planungshorizont berechnet und danach wird ein Fortführungswert gebildet. Die Summe der Barwerte der ermittelten EVAs entspricht nach diesem Konzept dem Market Value Added (MVA). Der Brutto-Unternehmenswert ergibt sich dann aus dem MVA zuzüglich dem anfänglichen investierten Gesamtkapitals. Das EVA Verfahren beruht somit darauf, dass eine Wertschaffung im Unternehmen nur möglich ist, wenn die operativen Gewinne oberhalb der geforderten Kapitalkosten (WACC) liegen.<sup>95</sup>

---

<sup>92</sup> Vgl. Hommel/Grass (2008), S. 390.

<sup>93</sup> Vgl. Weber et al (2004), S. 55.

<sup>94</sup> Vgl. Ebenda, S. 56.

<sup>95</sup> Vgl. Volkart (2002), S. 99.

Ein häufiger Kritikpunkt bei der EVA Methode stellen die Anpassungen bzw. Bereinigungen der Rechnungswesendaten dar – so genannte Conversions. Diese lassen sich in vier Klassen einteilen:<sup>96</sup>

- Operating Conversion: Bereinigung betriebsfremder Einflüsse,
- Funding Conversion: Bereinigung von Einflüssen der Finanzierungsstruktur,
- Tax Conversion: Durchführung von steuerlichen Korrekturen,
- Shareholder Conversion: Abkehr vom Vorsichtsprinzip zur vollständigen Erfassung des marktorientierten Eigenkapitals.

Im konkreten Bewertungsmodell werden die Conversions individuell festgelegt und können im Extremfall eine Vielzahl von Adjustierungen umfassen. Dieser Umstand spricht nicht gerade für die generelle Transparenz des EVA Ansatzes.<sup>97</sup>

### **3.2.3.3 Marktorientierte Verfahren**

Im Bereich der marktorientierten Verfahren werden Bewertungen mit Hilfe von Wertrelationen vergleichbarer Gesellschaften (Multiplikatorverfahren) oder vergangenen M&A Transaktionen (Comparative Company Approach) erstellt. Bei allen Verfahren wird der Wert des Zielobjektes nicht durch eine Analyse des Unternehmens selbst, sondern durch unternehmensexterne Wertgrößen abgeleitet. Gleich zu Beginn sei angemerkt, dass der Comparative Company Approach vor allem in den USA angewendet wird, da eine große Marktbreite und Markttransparenz am amerikanischen Kapitalmarkt existiert. In Europa hat sich dieses Verfahren noch nicht durchgesetzt, aufgrund der geringen Anzahl bzw. wenigen Informationen von Transaktionen. Aus diesem Grund wird nachfolgend lediglich auf die Multiplikatormethode eingegangen.

Bei den Multiplikatorverfahren werden zunächst vergleichbare Unternehmen identifiziert, die vor allem hinsichtlich der Branche, Größe und Entwicklung dem Zielobjekt ähneln sollen. Danach werden verschiedene aussagekräftige Kennzahlen ermittelt, wie beispielsweise Höhe und Wachstum des Umsatzes, Cashflow, Verschuldungsgrad, Abschreibungen und Gewinngrößen. Diese Kennzahlen werden dann mit dem an der Börse beobachteten Unternehmenswert ins Verhältnis gesetzt, um die so genannten Multiplikatoren zu berechnen.<sup>98</sup>

---

<sup>96</sup> Vgl. Hostettler (1997), S. 97ff.

<sup>97</sup> Vgl. Volkart (2002), S. 99.

<sup>98</sup> Vgl. Achleitner (2002), S. 174f.

Dieses Multiplikatorverfahren lässt sich vereinfacht anhand folgendes Beispiels veranschaulichen: Ein vergleichbares börsennotiertes Unternehmen erwirtschaftet bei einer Marktkapitalisierung von € 500 Mio. einen Gewinn von € 40 Mio. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis entspricht somit 12,5. Wenn der Gewinn des Zielunternehmens € 5 Mio. beträgt, wäre demzufolge der Unternehmenswert € 62,50 Mio.<sup>99</sup>

In der nachfolgenden Tabelle werden die gängigsten Multiplikatoren angeführt:

<b>Multiplikator</b>	<b>Formel</b>	<b>Kommentar</b>
Kurs-Gewinn-Verhältnis	Wert des Eigenkapitals bzw. Börsenkapitalisierung / Gewinn	Dieser Wert berücksichtigt die aktuelle Finanzierungsstruktur des Unternehmens zu wenig.
EBIT-Multiplikator	Unternehmenswert / EBIT	Dieser Wert ist von der Finanzierungsstruktur unbeeinflusst, aber berücksichtigt nicht, in welchem Investitionszyklus sich das Unternehmen befindet. Wer gerade investiert hat, hat hohe Abschreibungen und einen niedrigeren Gewinn als jemand, der lange keine Investition mehr getätigt hat.
EBITDA-Multiplikator	Unternehmenswert / EBITDA	Dieser Wert ist unbeeinflusst von der Finanzierungsstruktur und dem Stand des Investitionszyklus. Er ist deshalb einer der aussagekräftigsten und beliebtesten Multiplikatoren.
Kurs zum Buchwert (Price to book)	Wert des Eigenkapitals bzw. Börsenkapitalisierung / Eigenkapitalwert zu Buchwerten	Dieser Wert gibt an, wie sich das eingesetzte Kapital verzinst. Bei einem Wert über eins, bewertet der Markt das Unternehmen höher als das eingesetzte Kapital.

**Tabelle 7: Gängige Multiplikatoren**

**Quelle: Binder, 2006, S. 145.**

<sup>99</sup> Vgl. Binder (2006), S. 145.

Marktbezogene Bewertungsmethoden liefern wertvolle Orientierungsmaßstäbe für die Bewertung von M&A Transaktionen. Trotzdem bringen solche Verfahren einige Schwierigkeiten und Nachteile mit sich. Beispielsweise ist hier die schwierige Identifizierung von genügend vergleichbaren Unternehmen anzuführen. Dies beruht darauf, dass wesentliche Unterschiede in den Unternehmensgrößen, Produktpaletten oder Geschäftsmodellen besteht.<sup>100</sup>

### **3.2.4 Vertragsgestaltung**

Die vertragliche Ausgestaltung von M&A Transaktionen stellt ein besonders bedeutendes Thema dar. Im Rahmen von Unternehmenskäufen und –fusionen werden zahlreiche verschiedene Rechte, Pflichten und Vermögenswerte übertragen. Dies erfordert daher komplexe Überlegungen und die Klärung einer Fülle von Details. Die Phase der Vertragsgestaltung spielt im gesamten M&A Prozess eine Rolle, da bereits im Transaktionsvorfeld rechtsgeschäftliche Erklärungen der Vertragsparteien vereinbart werden.<sup>101</sup>

Nach dem die Due Diligence und die Unternehmensbewertung abgeschlossen sind, wird erst der eigentliche Vertrag aufgesetzt. Dies kann langwierige Verhandlungen beinhalten, bis sich die Parteien letztendlich einigen. Besonders der Käufer versucht etwaige nicht aufgedeckte Risiken – die beispielsweise in der Due Diligence Phase nicht genau eruiert werden konnten oder Unsicherheiten in der Bewertung – in den Vertrag einfließen zu lassen.

Am Ende jeder Transaktion steht die Übertragung der Gesellschaft. Dies passiert grundsätzlich in zwei Schritten, die im M&A Sprachgebrauch Signing und Closing bezeichnet werden. Unter dem Signing wird die Unterzeichnung des rechtsgültigen Vertrags bezeichnet, wohin hingegen das Closing den tatsächlichen Vollzug des Geschäftes darstellt. Hier werden die Aktien bzw. die Vermögensgegenstände juristisch in der richtigen Form übertragen. Besonders bei komplexeren und größeren Transaktionen kann zwischen diesen beiden Schritten eine Zeitspanne von bis zu mehreren Monaten liegen.<sup>102</sup>

---

<sup>100</sup> Vgl. Hommel/Grass (2008), S. 394.

<sup>101</sup> Vgl. Niewiarra (2006), S. 31.

<sup>102</sup> Vgl. Binder (2006), S. 91.

Nachfolgend werden daher die wichtigsten Punkte im Rahmen der Vertragsgestaltung behandelt. Zuerst wird auf vorvertragliche Erklärungen eingegangen, danach werden die verschiedenen Methoden zur Kaufpreisfestsetzung erörtert und zum Schluss werden diverse vertragliche Bedingungen bzw. Garantien behandelt.

### **3.2.4.1 Vorvertragliche Erklärungen**

Im Transaktionsvorfeld werden zumeist Erklärungen aufgesetzt, die eine Übersicht der wesentlichen Eckpunkte beinhalten und den vorläufigen Konsens der beiden Vertragsparteien zeigen. Weiters werden weitere Schritte der Transaktion festgelegt und etwaige klärungsbedürftige Aspekte aufgezeichnet. Häufig gewählte Typen von solchen Erklärungen sind das Memorandum of Understanding, das Term Sheet, das Gentlemen's Agreement, der Letter of Comfort und die Instructions for Proceed. Die am häufigsten verwendete Vorfeldvereinbarung ist jedoch der Letter of Intent (LOI).<sup>103</sup>

Für den LOI gibt es keine klare rechtstypologische Zuordnung, da das Allgemeine Bürgerliche Gesetzbuch (ABGB) diesen Vertragstypus grundsätzlich nicht erfasst. Er zählt somit zu den atypischen Verträgen. Zu beachten ist hier, dass das österreichische Recht nicht auf die gewählte Bezeichnung der Rechtsverhältnisse abstellt. Zur rechtlich korrekten Auslegung des LOI sind somit der Inhalt der Vereinbarung und die Art des Bindungswillens zu analysieren.<sup>104</sup> Beachtet werden muss jedoch, dass der LOI zur Anwendung der „culpa in contrahendo“ Regelung führen kann. Diese besagt, dass wer Vertragsverhandlungen ohne berechtigten Grund abbricht, haftet auch dann für dessen Vertrauensschaden, wenn noch keine Einigung über den wesentlichen Inhalt des Vertrags erzielt worden ist.<sup>105</sup>

Auch wenn der LOI als Absichtserklärung die Parteien also nicht zur Hauptleistung, die Unternehmenstransaktion, verpflichtet, sollten dennoch bestimmte Nebenpflichten verbindlich festgelegt werden. Dazu zählen beispielsweise die Geheimhaltungsvereinbarung, die Exklusivitätsabrede, die Absichtserklärung und das anwendbare Recht. Bei allen Punkten ist jedoch zu beachten, dass die verbindlichen Elemente deutlich von den unverbindlichen abzugrenzen sind. Es könnte ansonsten der Fall eintreten, dass die Vertragsparteien lediglich eine unverbindliche

---

<sup>103</sup> Vgl. Dorda/Ramsauer (2010), S. 70.

<sup>104</sup> Vgl. Semler (2005), S. 663.

<sup>105</sup> Vgl. o.A. (2005), S. 415.



Absichtserklärung abgeben wollten, die Vereinbarung jedoch bereits auf einen rechtswirksamen Vorvertrag hinweist.<sup>106</sup>

### **3.2.4.2 Kaufpreisfestlegung**

Die Verhandlung des „richtigen“ Kaufpreises ist ein wesentlicher Knackpunkt im Rahmen von M&A Transaktionen. Für die Kaufpreisfestlegung wird zumeist auf die vorangegangene Unternehmensbewertung und den vorliegenden Jahresabschlüssen zurückgegriffen. Die Berechnungen der Unternehmensbewertung sind naturgemäß mit Unsicherheit behaftet. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass zukünftige Erträge nur schwer prognostizierbar sind und die herangezogenen Bilanzen lediglich eine Momentaufnahme der Vergangenheit darstellen. Der errechnete Wert stellt somit nur einen Ausgangspunkt für die Verhandlungen dar. Weiteres kann wie oben bereits angeführt ein erheblicher Zeitraum zwischen Signing und Closing liegen. Diese Unsicherheiten werden zumeist im Rahmen der Kaufpreisfestlegung mitberücksichtigt.

In der Praxis haben sich vor allem folgende Methoden zur Ermittlung des tatsächlich zu zahlenden Kaufpreises herausgebildet:<sup>107</sup>

- Vereinbarung eines vorläufigen Kaufpreises und darauf folgende Kaufpreisanpassung durch eine Stichtagsbilanz („Completion Accounts“),
- Vereinbarung eines fixen Kaufpreises und ergänzende Absicherungen („Locked Box“),
- Earn Out Vereinbarung, bei der sich der endgültige Kaufpreis nach der Erfüllung konkret formulierter Kriterien richtet.

Bei der ersten Form wird im Kaufvertrag ein vorläufiger Kaufpreis festgelegt, der zumeist auf dem letzten vorliegenden Jahresabschluss basiert, da auf diesen Daten auch die Due Diligence Prüfung und die Unternehmensbewertung basieren. Dieser Kaufpreis wird dann bei Übergabe bezahlt– erst danach wird der endgültige Kaufpreis verhandelt. Die dazu benötigte Stichtagsbilanz wird auf einem dem Closing möglichst nahen Zeitpunkt erstellt und ermöglicht somit eine klare Trennung von vor und nach der Übergabe stattfindenden wirtschaftlich relevanten Ereignissen.<sup>108</sup>

---

<sup>106</sup> Vgl. Dorda/Ramsauer (2010), S. 91ff.

<sup>107</sup> Vgl. Kammerlander (2007), S. 839.

<sup>108</sup> Vgl. Ebenda, S. 840.

Die Kaufpreisanpassung durch Completion Accounts erfolgt zumeist entweder mittels Eigenkapitalmechanismen oder Cash Free/Debt Free-Verfahren. Wenn das Eigenkapital als Referenzgröße herangezogen wird, führen Veränderungen des Eigenkapitals zu einem geänderten Kaufpreis. Dieses Verfahren ermöglicht somit die Überprüfung aller Bilanzposten und ist zudem transparent und leicht verständlich. Bei größeren Transaktionen mit internationalem Bezug findet es jedoch eher selten Anwendung, da sich hier das Debt-free/Cash-free-Verfahren durchgesetzt hat. Bei dieser Methode dient als Basiskaufpreis der Preis für das unverschuldete Unternehmen. Dieser Wert entspricht weitestgehend dem Enterprise Value, der mittels Discounted Cashflow Verfahren oder unter Anwendung von Multiplikatoren berechnet wurde. Danach findet eine Überleitung auf den tatsächlich zu zahlenden Kaufpreis statt, in der der Saldo aus Schulden und liquiden Mitteln zum Stichtag ermittelt wird. (Net Debt).<sup>109</sup>

Bei der Festlegung eines fixen Kaufpreises besteht für den Käufer ein durchaus höheres Risiko. Hier wird die zuletzt vorliegende Bilanz als Referenz zur Kaufpreisermittlung herangezogen. Zwischen diesem Zeitpunkt und der tatsächlichen Übergabe kann somit einige Zeit vergehen. Dieses Risiko lässt sich der Käufer durch gewisse Garantien oder Bedingungen absichern.<sup>110</sup>

Die dritte Methode ist das Earn Out Verfahren, bei dem der Kaufpreis von zukünftigen Ergebnisgrößen wie Umsatz, EBIT oder EBITDA abhängt. Dabei wird meist eine fixe Kaufpreiskomponente vereinbart und dazu ein gewisser variabler Anteil, der an die Höhe der zukünftigen erzielten Ergebnisse gebunden ist. Das zentrale Element dieser Methode ist die Festlegung der Referenzgrößen, auf die sich die Berechnung des variablen Kaufpreises bezieht.<sup>111</sup>

Jedes Verfahren hat gewisse Vor- und Nachteile für den Käufer oder Verkäufer. Die Auswahl der Kaufpreisklauseln und -verfahren spiegelt daher deutlich die Verhandlungsstärke der beteiligten Parteien wieder. Der Verkäufer wird naturgemäß die Vereinbarung eines Fixpreises bevorzugen, hingegen ist für den Käufer eine Earn

---

<sup>109</sup> Vgl. Kammerlander (2007), S. 842ff.

<sup>110</sup> Vgl. Ebenda, S. 852ff.

<sup>111</sup> Vgl. Ebenda, S. 855f.

Out Vereinbarung vorteilhafter. In der Praxis sind Verfahren mit Stichtagsbilanzen am häufigsten anzutreffen, wobei hier die Cash-free/Debt-free-Verfahren überwiegen.<sup>112</sup>

### **3.2.4.3 Vertragliche Vereinbarungen**

Die Schwierigkeit bei Unternehmenskaufverträgen besteht darin, die Interessen beider Parteien in Einklang zu bringen. Dabei geht es vor allem um die Vereinbarung von Gewährleistungszusagen, deren Umfang und die Voraussetzungen für die Geltendmachung. Dabei beziehen sich diese Gewährleistungen in der Regel auf einen Zeitraum bis zum Abschluss des Unternehmenskaufvertrages (Signing) und/oder auch bis zur Erfüllung (Closing).<sup>113</sup>

Neben den allgemeinen Gewährleistungszusagen gibt es gewisse vertragliche Vereinbarungen, so genannte Covenants, mit denen zumeist gewisse Veränderungen des Zielunternehmens eingeschränkt werden. So wird typischerweise festgelegt, dass außerordentliche Maßnahmen oder Geschäfte nach hinten zu verschieben bzw. diese nur nach Zustimmung des Käufers durchzuführen sind. Der Hintergrund von Covenants ist, dass das Unternehmen in einer bestimmten Weise geführt wird, damit sich der Kaufgegenstand nicht in einer für den Käufer negativen Weise verändert.<sup>114</sup>

Eine weitere Möglichkeit zur Abdeckung zukünftiger Risiken ist die Vereinbarung von Garantien. Der Käufer will sich damit vor allem gegen Aufwendungen absichern, die auf Umständen vor der Übernahme beruhen. Beispielsweise wird die Richtigkeit des Jahresabschlusses, das unbelastete Eigentum der Vermögensgegenstände oder die Gültigkeit der wesentlichen Verträge garantiert. Daneben können auch Steuergarantien, Umweltgarantien, Personalgarantien oder ähnliches vereinbart werden.<sup>115</sup>

## **3.3 Integrationsphase**

„[Unter] Integration [...] [ist] ein graduell, hinsichtlich seiner Intensität und Asymmetrie differierenden, gemeinsamen Prozess der abgestimmten Koordination von Entscheidungen auf den Integrationsebenen Strategie, Organisation/Administration, Personal, Kultur und Operationen im Sinne einer internen Integration und als einen

---

<sup>112</sup> Vgl. Ebenda, S. 857.

<sup>113</sup> Vgl. Kästle/Oberbracht (2005), S. 114ff.

<sup>114</sup> Vgl. Kästle/Oberbracht (2005), S. 117 und 219ff.

<sup>115</sup> Vgl. Binder (2006), S. 85f.

parallel laufenden [...] Prozess der externen Integration von Kunden, Zuliefern, Aktionären, Analysten und anderen Stakeholdern zu verstehen.“<sup>116</sup>

Die Integration des fusionierten oder übernommenen Unternehmens stellt die letzte Phase in einer M&A Transaktion dar. Dies ist der erste Schritt des operativen Wertsteigerungsmanagements, das vorher nur Teil der M&A Strategie des Erwerbers bzw. der an einer Fusion beteiligten Unternehmen war.<sup>117</sup> Zu beachten ist allerdings, dass die Integrationsform und die wesentlichen Integrationsmaßnahmen bereits Themen der Strategie- und Transaktionsphase sind. Mit Beginn der Verhandlungen muss die Integrationsplanung spätestens stattfinden, da mit dem Closing die Integrationsform und die wichtigsten Schritte festzustehen haben.<sup>118</sup>

### **3.3.1 Integrationskonzept**

Sowie am Beginn jeder M&A Transaktion die Akquisitionsstrategie steht, bedarf es am Ende einer Integrationsstrategie um eine erfolgreiche Fusion bzw. Übernahme zu erreichen. Hinsichtlich dem angestrebten Grad der organisatorischen Autonomie des Targets und dem Ausmaß der strategischen Interdependenzen zwischen Ziel- und Erwerbgesellschaft können vier Arten von Integrationsstrategien unterschieden werden.<sup>119</sup> Unter strategischer Interdependenz wird der Grad des Fähigkeitentransfers, und des gegenseitigen Lern- und Standardisierungsbedarfs verstanden. Nachfolgende Darstellung zeigt die vier Ausprägungsformen einer Integrationsstrategie.<sup>120</sup>

---

<sup>116</sup> Jansen (2008), S. 319.

<sup>117</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 235.

<sup>118</sup> Vgl. Ebenda, S. 245f.

<sup>119</sup> Vgl. Haspeslagh/Jemison (1992), S. XX.

<sup>120</sup> Vgl. Lohninger (2001), S. 390.

		Bedarf nach strategischen Interdependenzen	
		<b>schwach</b>	<b>stark</b>
Bedarf nach organisatorischer und kultureller Autonomie	<b>stark</b>	stand alone position PRESERVATION Diversifikation	partielle Integration SYMBIOSIS Expansion
	<b>schwach</b>	Holding-Konstruktion HOLDING Turnaround	vollkommene Integration ABSORPTION Komplementierung

**Abbildung 6: Integrationsansätze**

**Quelle: Haspeslagh/Jemison, 1992, S. 174.**

Bei der Stand Alone Position Strategie wird das erworbene Unternehmen in einer organisatorischen unabhängigen Art und Weise geführt. Diese rechtliche Selbstständigkeit kann bei machen M&A Transaktionen bevorzugt werden, beispielsweise wenn Unternehmensziele divergieren, bestehende Markennamen erhalten bleiben sollen und Vorteile aus der Kontinuität der bisherigen Management-, Organisations- und Personalpolitik überwiegen. Bei dieser Art der Integrationsstrategie stehen Synergien daher nicht im Vordergrund.<sup>121</sup>

Im Rahmen der partiellen Integration werden die Vorteile der Stand Alone Position mit der Ausschöpfung von Synergien verbunden. Somit werden die Unternehmensbereiche des übernommenen Unternehmens, die Ähnlichkeiten zu denen des erwerbenden Unternehmens aufweisen, integriert. Die restlichen Bereiche werden liquidiert, da sie für den Käufer keinen Mehrwert generieren können.<sup>122</sup>

Der Holding-Ansatz wird dann gewählt, wenn der Käufer kein Interesse hat, die erworbenen strategischen Ressourcen zu nutzen. Daher findet keine Integration im eigentlichen Sinne statt, sondern lediglich eine Optimierung der Finanzierung, der Ressourcen- und Personalallokation sowie der Managementfähigkeiten. Daneben gibt

---

<sup>121</sup> Vgl. Jansen (2008), S. 327.

<sup>122</sup> Vgl. Jansen (2008), S. 327.

es auch so genannte Turnaround-Akquisitionen, bei denen eine Restrukturierung bzw. Sanierung vorgenommen wird.<sup>123</sup>

Bei der vollkommenen Integration wird das erworbene Unternehmen an die Organisationsstruktur des Käufers angepasst und resultiert somit in einem kompletten Autonomieverlust. Diese Form der Integration wird dann gewählt, wenn die akquirierte Einheit eine Ergänzung der bereits vorhandenen Ressourcen des Käufers bietet.<sup>124</sup>

### **3.3.2 Integrationsdurchführung**

Die Integrationsdurchführung umfasst viele verschiedene Maßnahmen, die sich folgendermaßen einteilen lassen: Strategische, strukturelle, personelle und kulturelle Integration. Aufbauend auf der festgelegten Integrationsstrategie werden im Rahmen der strategischen Umsetzung die einzelnen Maßnahmen definiert. Dabei geht es vor allem um die Festlegung der langfristigen Unternehmensziele, der Unternehmensphilosophie, des Unternehmensleitbildes und der geschäftsfeldbezogenen Strategien.<sup>125</sup>

Bei der strukturellen Integration werden die abweichenden Organisationsstrukturen einander angepasst, wobei vor allem die Aufbau- und Ablauforganisation des Unternehmens betroffen ist. Abhängig von der ausgewählten Integrationsstrategie kann die Angleichung der Strukturen mehr oder weniger aufwändig sein. Die Umsetzung kann dabei auf unterschiedliche Weise erfolgen:<sup>126</sup>

- Übernahme und Optimierung,
- Vereinheitlichung oder
- Neugestaltung der Strukturen.

Im Rahmen der personellen Integration ist es vor allem entscheidend, dass die neue Führungsspitze frühzeitig festgelegt wird. Nur so ist ein rasches Zusammenwachsen der beiden verschiedenen Unternehmensorganisationen gewährleistet. Vor allem für die Mitarbeiter ist eine verlässliche, präzise und klare Führungsebene wichtig, da

---

<sup>123</sup> Vgl. Lohninger (2001), S. 391.

<sup>124</sup> Vgl. Ebenda, S. 391.

<sup>125</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 254f.

<sup>126</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 257ff.

häufig im Rahmen von Fusionen und Übernahmen starke Unsicherheit in der Belegschaft herrscht. Dabei sind vor allem folgende Bereiche entscheidend:<sup>127</sup>

- Führungsstil,
- Anreizsysteme,
- Personalentwicklung und
- Information.

Die kulturelle Integration spielt vor allem bei heterogenen und internationalen M&A Transaktionen eine besondere Bedeutung. Es müssen frühzeitig mögliche kulturelle Herausforderungen erkannt und verstanden werden. Danach erfolgen die Anpassung der beiden Unternehmenskulturen sowie die gezielte interne Kommunikation der Integrationsmaßnahmen.<sup>128</sup>

### **3.3.3 Integrationscontrolling**

Die Integrationsphase endet mit der Erfolgskontrolle der gesetzten Maßnahmen, dem so genannten Integrationscontrolling. Dabei stellt sich die Frage, wie der Erfolg und somit die einzelnen Aspekte der Integration gemessen werden. In der Praxis wird das Integrationscontrolling somit mittels quantitativer Kontrolle und Steuerung des Budget- und Zeitplans sowie der qualitativen Überwachung der sonstigen Kriterien durchgeführt. Für ein ganzheitliches Controlling sind dabei vor allem die Kenngrößen Effektivität und Kosten von Bedeutung. Eine Integration ist dann effektiv, wenn sich die gesetzten Maßnahmen positiv auf das Erreichen der Integrationsziele auswirken.<sup>129</sup>

Die Hauptaufgabe des Integrationscontrollings ist somit die aktive Überwachung des Prozesses des Zusammenwachsens vom Closing der Transaktion bis zum Abschluss der Transaktion. Am Ende der Integrationsphase sollen daher alle Maßnahmen – inklusive deren Nachbesserungen und Ergänzungen – erledigt sein.<sup>130</sup>

---

<sup>127</sup> Vgl. Ebenda, S. 255f.

<sup>128</sup> Vgl. Bartels/Cosack (2008), S. 461ff.

<sup>129</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 263f.

<sup>130</sup> Vgl. Ebenda, S. 264.

## **4. Erfolgsmessung und Bestimmung der Erfolgsfaktoren von M&A Transaktionen**

Ausschlaggebend für den Erfolg einer M&A Transaktion ist die sorgfältige Durchführung der einzelnen vorgestellten Phasen. Weiters sind die einzelnen Teilbereiche nicht getrennt zu sehen, sondern immer als iterativer Prozess. Beispielsweise werden Risiken und etwaige Unsicherheiten, die in der Due Diligence Prüfung bzw. in der Unternehmensbewertung nicht genau identifiziert werden konnten, in die vertragliche Verhandlungsführung eingebaut. Somit lassen sich beispielsweise viele Käufer diese Faktoren durch gewisse Vertragsbedingungen absichern (Garantien etc) oder vereinbaren einen Kaufpreis mittels einer Earn-Out-Klausel.

Dennoch ist in der Presse immer wieder zu lesen, dass viele M&A Transaktionen als Flop enden. Als Misserfolgskriterien werden beispielsweise oft zu hohe Kaufpreise, überschätzte Synergien oder mangelnde Integration angeführt. Doch es stellt sich die Frage, wieso es dann überhaupt Fusionen oder Unternehmenskäufe gibt. Wenn sie keinen Wert generieren würden, sollte doch jeder rationale Manager auf solche Transaktionen verzichten. In den letzten Jahrzehnten wurden aus diesem Grund zahlreiche Studien zur Erfolgsmessung durchgeführt. Daher erfolgt in diesem Kapitel zuerst die Darstellung von ausgewählten empirischen Analysen, um zu klären, ob in Summe M&A Transaktionen erfolgsbringend sind. Danach wird explizit auf die Erfolgsfaktoren eingegangen, wobei neben den Meinungen der herrschenden Literatur auch dazu ausgewählte Studien herangezogen werden.

### **4.1 Empirische Studien zur Erfolgsmessung**

Bevor beurteilt werden kann ob eine Fusion oder Akquisition ein Erfolg ist, muss zuerst eine klare und eindeutige Definition des Begriffes getroffen werden. Grundsätzlich wird mit Erfolg der Grad der gewünschten Zielerreichung verstanden, der mit einer gewählten Handlungsalternative während eines bestimmten Zeitraums erreicht werden soll.<sup>131</sup> Im Allgemeinen wird zwischen finanziellen und strategischen Zielen, absoluten und relativen Werten sowie objektiven und subjektiven Größen unterschieden. Ein M&A Projekt wird somit dann als erfolgreich bezeichnet, wenn einer oder mehrere

---

<sup>131</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 273.



dieser Erfolgsmaße ein vorher definiertes Niveau erreichen. Die Voraussetzung für die Analyse ist daher die explizite Planung dieser Soll-Werte im Vorfeld.<sup>132</sup>

Empirische Studien zur Erfolgsmessung von M&A Transaktionen werden schon seit mehreren Jahrzehnten durchgeführt. Dabei korreliert die Anzahl dieser Untersuchungen deutlich mit der Zahl von Transaktionen in diesen Ländern. Aus diesem Grund sind die meisten Analysen im US-Markt anzufinden, da dort ein breiter Kapitalmarkt und somit auch die umfassende extern verfügbare Unternehmensinformationen vorhanden sind. Darauf zurückzuführen ist auch die Bevorzugung der kapitalmarktorientierten Messverfahren, während im kontinentaleuropäischen Markt, speziell beispielsweise in Deutschland, die jahresabschlussorientierten Analysen überwiegen. Der Grund dafür ist, dass die erforderlichen Daten zur kapitalmarktorientierten Erfolgsmessung fehlen und daher zwangsläufig auf analytische Methoden zurückgegriffen werden muss.<sup>133</sup> Daneben erfolgen immer wieder Insider-Befragungen, da das Management des durchführenden Unternehmens über mehr Informationen verfügt als externe. Diese sind aber aus zwei Gründen mit Vorsicht zu betrachten: Erstens können hier nur subjektive Meinungen abgefragt werden und zweitens neigen Manager dazu die durchgeführten Transaktionen besser darzustellen als sie tatsächlich sind. Grund dafür ist, dass Manager das M&A Projekt ins Leben gerufen haben und bei einem Misserfolg ihre Position gefährdet ist.

#### **4.1.1 Kapitalmarktorientierte Untersuchungen**

Beim rein kapitalmarktorientierten Ansatz (Event Studies) wird zumeist als Erfolgsmaßstab die Börsenkursentwicklung des kaufenden Unternehmens genommen. Daneben gibt es einige Studien, die bei einer Unternehmensakquisition auch die Kursänderungen des Zielunternehmens betrachten. Wesentliche Problembereiche dieser Methode sind die notwendige Annahme der Kapitalmarkteffizienz, die Nicht-Isolierbarkeit von Effekten, die nicht M&A bedingt sind und die Nicht-Verfügbarkeit von Aktienkursen bei nicht notierten Unternehmen.<sup>134</sup>

---

<sup>132</sup> Vgl. Lucks/Meckl (2002), S. 15.

<sup>133</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 276f.

<sup>134</sup> Vgl. Lucks/Meckl (2002), S. 16.

Bei dieser Methode basiert die Messung auf dem Vergleich der Ist-Situation mit der hypothetischen Entwicklung des Unternehmens ohne Durchführung der Transaktion. Der Maßstab zur Erfolgsmessung ist dabei die so genannte abnormale Rendite. Sie drückt die Differenz zwischen der tatsächlichen beobachteten Rendite und der theoretisch erwarteten Rendite über einen gewissen Zeitraum (Event Window) aus. Die allgemeine Formel einer Aktie  $i$  zum Zeitpunkt  $t$  lautet dabei wie folgt:<sup>135</sup>

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Die erwartete Rendite wird in den meisten Untersuchungen mittels des von Sharpe (1963) entwickelten Marktmodells berechnet. Diese beruht auf dem Capital Asset Pricing Modell und unterstellt eine lineare Beziehung zwischen der Rendite einer Aktie und der Rendite des Marktes. Die abnormale Rendite kann somit mit nachfolgender Formel berechnet werden, wobei der Parameter Alpha die unternehmensspezifische Komponente der Rendite misst und Beta die Sensitivität der Rendite der Aktie  $i$  zur Marktrendite misst.<sup>136</sup>

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i * R_m)$$

Die Parameter  $\alpha$  und  $\beta$  werden durch Schätzungen bestimmt, die auf Daten basieren, die aus einem deutlich vor der Transaktion liegenden Zeitraum stammen. Bei der Betrachtung einer definierten Zeitspanne werden die einzelnen abnormalen Rendite aufsummiert, um die gesamte Marktreaktion, einschließlich Preisbewegungen aufgrund von Gerüchten oder Insiderhandel, zu erfassen.<sup>137</sup>

Wenn die gemessenen abnormalen Renditen signifikant positiv sind, bedeutet dies, dass der Kapitalmarkt die M&A Transaktion als förderlich bewertet. Die Marktteilnehmer erwarten somit eine Verbesserung der Ertragssituation, beispielsweise durch Realisierung von Synergien. Im Gegensatz dazu zeigen signifikante negative abnormale Renditen, dass die Investoren die Fusion oder Unternehmensübernahme als schlecht klassifizieren.<sup>138</sup>

---

<sup>135</sup> Vgl. Glaum/Lindemann/Friedrich (2006), S. 300.

<sup>136</sup> Vgl. Ebenda, S. 300.

<sup>137</sup> Vgl. Ebenda, S. 300.

<sup>138</sup> Vgl. Köppen (2004), S. 29.

In der nachfolgenden Tabelle werden ausgewählte kapitalmarktorientierte empirische Untersuchungen dargestellt.

Studie	Sample Size	Sample Period	Erfolgsmaßstab	Ergebnisse
Asquith, Bruner, Mullins (1983)	156	1963-1979	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: + 2,8%
Kaplan, Weisbach (1992)	271	1971-1982	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: - 1,49% Verkäufer: + 26,90%
Bradley, Desai, Kim (1988)	236	1963-1984	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: + 1% Verkäufer: + 31,77%
Morck, Shleifer, Vishny (1990)	326	1975-1987	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: - 0,70%
Agrawal, Jaff, Mandelker (1992)	765	1955-1987	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: - 10,26%
Loughran, Vijh (1997)	947	1970-1989	Überrendite (Differenz zwischen Bieter- und zusammengeführten Unternehmen)	Stock Mergers: - 25% Cash Tender Offers: + 61,7%
Kuipers, Miller, Patel (2009)	181	1982-1991	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: - 1,32% Verkäufer: + 29,43%
Böhmer, Löffler (1999)	672	1985-1993	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: + 2,08% bzw. + 1,44%
DeLong (2001)	280	1988-1995	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: - 1,68% Verkäufer: + 16,61%
Andrade, Mitchell, Stafford (2001)	3688	1973-1998	kumulierte abnormale Rendite	Verkäufer: 16% bzw. + 23,8%
Mulherin, Boone (2000)	281	1990-1999	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: - 0,37% Verkäufer: + 20,2%
Fuller, Netter, Stegemoller (2004)	3135	1990-2000	kumulierte abnormale Rendite	Käufer: + 1,77%

The Boston Consulting Group (2004)	705	1993-2002	Total Shareholder Return	highly acquisitive strategy: 10,8%, mixed strategy: 9,9%, organic strategy: 9,6%
------------------------------------	-----	-----------	--------------------------	--

**Tabelle 8: Ausgewählte kapitalmarktorientierte Studien**

**Quelle: Eigene Darstellung.**

Im Jahre 1983 haben Asquith, Bruner und Mullins die Wertsteigerung der akquirierenden Unternehmen im Rahmen von Mergers untersucht. Die Analyse beinhaltet 156 Mergers von Firmen die entweder an der New York Stock Exchange (NYSE) oder an der American Stock Exchange (AMEX) notiert waren. Das Event Window betrug zwanzig Tage vor dem Ankündigungszeitpunkt und die durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite betrug + 2,8% für das Bieterunternehmen. Weiters wurde ein statistischer signifikanter Zusammenhang zwischen der Rendite und der relativen Firmengröße des Zielunternehmens nachgewiesen.<sup>139</sup>

Kaplan und Weisbach untersuchten 271 Unternehmensübernahmen auf ihre Marktreaktion, wobei nur Transaktionen über 100 Millionen Dollar ausgewählt wurden. Als Analysezeitraum wurden 5 Tage vor und 5 Tage nach dem Ankündigungszeitraum festgelegt. Die durchschnittliche abnormale Rendite betrug für den Bieter – 1,49% und für das Zielunternehmen + 26,90%.<sup>140</sup>

Die Studie von Bradley, Desai und Kim aus dem Jahre 1988 beschäftigt sich mit der Wertschaffung von so genannten „Tender Offers“, bei der eine Firmenübernahme mittels einer Ausschreibung und einem anschließenden Bieterverfahren durchgeführt wird. Die Stichprobe besteht aus 236 Tender Offers, wobei die Ziel- und Käuferunternehmen an der NYSE notiert waren. Die abnormalen Renditen wurden in einem Event Window von fünf Tagen vor und nach dem Datum des ersten Übernahmeangebots berechnet. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass die kumulierten abnormalen Renditen für beide Unternehmen signifikant positiv sind, wobei die Aktionäre der Zielunternehmen den Hauptteil der Wertschaffung lukrierten.<sup>141</sup>

---

<sup>139</sup> Vgl. Asquith/Bruner/Mullins (1983), S. 121ff.

<sup>140</sup> Vgl. Kaplan/Weisbach (1992), S. 107ff.

<sup>141</sup> Vgl. Bradley/Desai/Kim (1988), S. 3ff.

Die empirische Studie von Morck, Shleifer und Vishny von 1990 beinhaltet 326 US-Akquisitionen zwischen 1975 und 1987. Die Renditen des Bieterunternehmens wurden in einem 3 Tage Zeitraum um dem Ankündigungszeitraum ermittelt und ergeben einen durchschnittlichen Wert von – 0.70%.<sup>142</sup>

Agrawal, Jaff, Mandelker untersuchten 765 Mergers in einem Zeitraum von 1955 bis 1987 zwischen NYSE Bieterunternehmen und NYSE/AMEX Zielunternehmen. Die betrachtete kumulierte abnormale Rendite betrug 60 Monate nach Abschluss der Transaktion – 10,26% für das bietende Unternehmen.<sup>143</sup>

Loughran und Vijh untersuchten 947 Transaktionen von Firmen, die an der NYSE, AMEX oder National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) zwischen 1970 und 1989 notiert waren. Die Studie unterschied nach der Transaktions- und Zahlungsart. Zum einen wurden Mergers und Tender Offers analysiert, zum anderen untersuchten sie die Unterschiede zwischen Cash und Stock Zahlungen. In der gesamten Stichprobe ergab sich eine Überrendite in einem Zeitraum von fünf Jahren von – 25% bei Stock Mergers und + 61,7% bei Cash Tender Offers. Die Überrendite wurde dabei als Differenz zwischen der Rendite des Bieterunternehmens und der Rendite des zusammengeführten Unternehmens. Die Ergebnisse der Studie sind konsistent mit zwei Hypothesen. Einerseits sind die Wertsteigerungen für Tender Offers generell höher als für Mergers, da Tender Offers meistens als feindliche Übernahme durchgeführt werden. Andererseits wählen die Bieterunternehmen öfter den Aktientausch als Finanzierungsmethode, wenn ihre Aktien am Markt überbewertet sind und Cash Zahlungen wenn sie unterbewertet sind.<sup>144</sup>

Eine Untersuchung zu Cross-border Tender Offers wurde von Kuipers, Miller und Patel durchgeführt. Die Stichprobe umfasste 181 durchgeführte Transaktionen in einem Zeitraum von 1982 – 1991. Die Zielunternehmen waren dabei immer US-Firmen und es wurde unter anderem ein Event-Window von -5 bis +5 gewählt. Es ergab sich eine Überrendite von + 29,43% für die Verkäufer und – 1,32% für die Bieter.<sup>145</sup>

---

<sup>142</sup> Vgl. Morck/Shleifer/Vishny (1990), S. 31ff.

<sup>143</sup> Vgl. Agrawal/Jaffe/Mandelker (1992), S. 1605ff.

<sup>144</sup> Vgl. Loughran/Vijh (1997), S. 1765ff.

<sup>145</sup> Vgl. Kuipers/Miller/Patel (2009), S. 552ff.

In der empirischen Untersuchung von Böhmer und Löffler wurden Übernahmen von börsennotierten deutschen Unternehmen, die Mehrheitsbeteiligungen an anderen deutschen Unternehmen erwerben, analysiert. Die Stichprobe enthält dabei 672 Übernahmen durch 133 Gesellschaften oder deren Tochterunternehmen. Die Entwicklung der Überrenditen wurde in einem Intervall von -30 Tage bis +10 Tage relativ zum Ereigniszeitpunkt dargestellt. Bei den Ereigniszeitpunkten unterschieden die Autoren zwischen Erstveröffentlichung, Anmeldung, Erlaubnis, Durchführung und Anzeige. Bei einem Event-Window von -1 bis +1 ergab sich eine kumulierte Überrendite von + 2.08%, bei einem Zeitraum von -10 bis +1 betrug sie + 1,44%.<sup>146</sup>

Den Erfolg von Mergers im Bankensektor wurde von DeLong im Jahre 2001 unter die Lupe genommen. Die Studie beinhaltete 281 Transaktionen zwischen 1988 und 1995 und auch hier zeigte sich, dass vor allem die Zielunternehmen hohe positive Renditen erwirtschafteten. Die durchschnittliche abnormale Rendite betrug + 16,61%, bei den Bieterunternehmen zeigte die Analyse einer Überrendite von – 1,68%.<sup>147</sup>

Die im Jahr 2001 veröffentlichte Studie von Andrade, Mitchell und Stafford analysierten 3.688 Mergers, die zwischen 1973 und 1998 stattfanden. Die ausgewählten Unternehmen waren alle an der NYSE, AMEX oder NASDAQ notiert. Einerseits wurden die abnormalen Renditen in einem Zeitraum ein Tag vor und nach der Ankündigung berechnet, und andererseits gab es zusätzlich ein Event-Window von zwanzig Tagen. Im ersten Fall betrugen die Überrenditen der Zielunternehmen + 16%, beim zweiten Zeitraum sogar + 23,8%. Für die Bieterunternehmen gab es keine statistisch signifikanten Ergebnisse.<sup>148</sup>

Mulherin und Boone analysierten 281 Akquisitionen, bei denen die Bieter börsennotierte Unternehmen sind. Die kumulierten abnormalen Renditen wurde mittels eines zwei Tages Event Window berechnet und ergaben, dass die Zielunternehmen mehr als 20% an Wert am Ankündigungstag gewinnen. Die akquirierenden Unternehmen hingegen verloren im Durchschnitt – 0.37%.<sup>149</sup>

---

<sup>146</sup> Vgl. Böhmer/Löffler (1999), S. 299ff.

<sup>147</sup> Vgl. DeLong (2001), S. 221ff.

<sup>148</sup> Vgl. Andrade/Mitchell/Stafford (2001), S. 103ff.

<sup>149</sup> Vgl. Mulherin/Boone (2000), S. 117ff.

Fuller, Netter und Stegemoller untersuchten die kumulierten abnormalen Renditen von Käufern, die fünf oder mehr Übernahmen innerhalb von drei Jahren getätigt haben. Der Untersuchungszeitraum lag zwischen 1990 und 2000, das Event-Window betrug fünf Tage rund um den Ankündigungstag und alle Käufer waren an der NSYE, AMEX oder NASDAQ gelistet. Die kumulierte abnormale Rendite betrug durchschnittlich 1,77%, wobei die Überrenditen bei Übernahmen von börsennotierten Unternehmen – 1,0%, Akquisitionen von nicht-börsennotierten Unternehmen + 2,08% und Käufe von Tochtergesellschaften + 2,75% ergaben. Als Grund für diese Unterschiede sahen die Autoren die Illiquidität des Marktes von nicht-börsennotierten Unternehmen an. Dies führe dazu, dass nicht so hohe Preise bezahlt werden wie bei börsennotierten Unternehmen.<sup>150</sup>

Die Boston Consulting Group hat im Jahre 2004 eine Studie zum Thema Akquisitionen und Wachstum herausgegeben. Dabei haben sie Übernahmen von 705 börsennotierten US-Unternehmen zwischen 1993 und 2002 mithilfe des Total Shareholder Return (TSR) untersucht. Dabei wurden die Firmen – abhängig von ihren M&A Aktivitäten – in drei Kategorien eingeteilt:<sup>151</sup>

- Highly acquisitive growth strategy: Firmen die in fünf oder mehr Jahren Akquisitionen getätigt haben und 70% oder mehr ihrer Marktkapitalisierung von 2002 dabei ausgegeben haben (148 Unternehmen).
- Organic growth strategy: Unternehmen, die nur in einem Jahr eine Übernahme durchgeführt haben und die Ausgaben 5% oder weniger ihrer Marktkapitalisierung von 2002 entsprochen haben (108 Unternehmen).
- Mixed growth strategy: Diese Kategorie beinhaltet die übrig gebliebenen 449 Firmen von der Studie.

Die Ergebnisse zeigten, dass der Total Shareholder Return von erwerbsorientierten Unternehmen (10,8%) über ein Prozent höher ist als der von nicht-erwerbsorientierten Gesellschaften (9,6%) und auch fast ein Prozent höher als bei gemischten Firmen (9,9%).<sup>152</sup>

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass M&A Transaktionen in der kapitalmarktorientierten Betrachtungsweise in Summe Wert generieren. Es muss jedoch zwischen den Renditen der Bieter- und Zielunternehmen unterschieden werden.

---

<sup>150</sup> Vgl. Fuller/Netter/Stegemoller (2004), S. 1763ff.

<sup>151</sup> Vgl. The Boston Consulting Group (2004), S. 8.

<sup>152</sup> Vgl. Ebenda, S. 8.

Die vorgestellten empirischen Studien ergaben alle signifikante positive Ergebnisse für die Zielunternehmen und für die Bieterunternehmen im besten Fall leicht positive Renditen. Speziell im Bereich der Akquisitionen bzw. Tender Offers zeigten sich hohe zweistellige abnormale Rendite für die Aktionäre der übernommenen Unternehmen. Bei Betrachtung der kapitalmarktorientierten Untersuchung zählen sie somit eindeutig zu den Gewinnern im Rahmen von Mergers oder Akquisitionen.

#### **4.1.2 Jahresabschlussorientierte Messverfahren**

Eine weitere Methode zur Erfolgsmessung von M&A Transaktionen ist das jahresabschlussorientierte Verfahren und den daraus entwickelten Kennzahlen. Als Basis dieser Analyse werden Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der handelsrechtlichen Abschlüsse herangezogen. Im Rahmen dieser Methode kann somit eine Untersuchung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage stattfinden, wobei bei M&A Erfolgsanalysen die erfolgswirtschaftliche Betrachtung im Vordergrund steht. Besonders Soll-Ist-Vergleiche kommen des Öfteren zum Einsatz, indem die vorliegenden Planzahlen mit den später tatsächlich erreichten Ist-Zahlen ins Verhältnis gesetzt werden. Weiters gibt es spezielle Untersuchungen, die einen Vergleich mit der fiktiven Entwicklung, so als hätte die Transaktion nicht stattgefunden, vornehmen.<sup>153</sup>

Im Speziellen beruht die Erfolgsmessung von jahresabschlussorientierten Verfahren meist über wertrelevante Kenngrößen. Einerseits können absolute Größen, wie EBIT, Cash Flow oder Umsatz herangezogen werden. Auf der anderen Seite gibt es auch Analysen, die auf relative Profitabilitätsgrößen zurückgreifen. Dazu zählen insbesondere Eigen- und Gesamtkapitalrentabilitäten. Durch diese Kennzahlen können auch leichter Vergleiche mit anderen Unternehmen gemacht werden.<sup>154</sup>

Die nachfolgende Tabelle stellt einige ausgewählte jahresabschlussorientierte Untersuchungen dar.

---

<sup>153</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 277.

<sup>154</sup> Vgl. Ebenda, S. 277.



<b>Studie</b>	<b>Sample Size</b>	<b>Sample Period</b>	<b>Erfolgsmaßstab</b>	<b>Ergebnisse</b>
Stich (1974)	228	1948-1964	Diverse finanzielle Kennzahlen im Vergleich zu Kontrollfirmen	Überwiegend negative Resultate
Kurandt (1972)	55	1957-1970	Diverse finanzielle Kennzahlen vor und nach der Fusion	Eindeutige Verbesserung der Kennzahlen
Meeks (1977)	233	1964-1972	Gesamtkapitalrentabilität (GKR)	Im Jahre des Zusammenschlusses Erhöhung der GKR, danach Verschlechterung über die nächsten drei und fünf Jahre
Dickerson, Gibson, Tsakalotos (1997)	613	1948-1977	Rentabilitätskennzahlen	In den ersten fünf Jahren wurde eine niedrigere GKR nachgewiesen
Ravenscraft, Scherer (1987)	471	1975-1977	Rentabilitätskennzahlen	Verschlechterung der Kennzahlen
Healy, Palepu, Ruback (1992)	50	1979-1983	Cashflow	signifikante Verbesserungen
Bühner (1990)	95	1973-1985	Vergleich der Eigen- und Gesamtkapitalrentabilität vor und nach der Übernahme	Verschlechterung der Gesamtkapitalrentabilität
Bild, Guest, Cosh, Runsten (2002)	386	1985-1996	Residualgewinn	30% Wertvernichtung auf Käuferseite im Vergleich zum Zielunternehmen
Gugler, Mueller, Yurtoglu, Zulehner (2003)	1250	1981-1998	Gewinn und Umsatz	Verbesserungen beim Gewinn, Verschlechterung des Umsatzes

**Tabelle 9: Ausgewählte jahresabschlussorientierte Studien**

**Quelle: Eigene Darstellung.**

Die empirische Studie von Stich im Jahre 1974 untersuchte 228 Zusammenschlüsse von US-Firmen mit Hilfe von elf finanziellen Kennzahlen, wie Eigenkapital-, Gesamtkapital- und Umsatzrentabilität, Gewinn pro Aktie und Verschuldungsgrad. Die Ergebnisse wurden sowohl mit dem Industriedurchschnitt als auch den Durchschnittswerten verschiedener Branchengruppen verglichen. Die Ergebnisse wiesen zwar in unterschiedliche Richtungen, alles in allem überwogen jedoch negative Resultate.<sup>155</sup>

Im Jahre 1972 veröffentlichte Kurandt eine Studie über 55 deutsche Zusammenschlüsse zwischen 1957 und 1970. Als Erfolgsmaßstab wurden acht verschiedene Kennzahlen gewählt, unter anderem Betriebsergebnis relativ zum Umsatz, Rohertrag, Eigenkapital sowie der Cash Flow relativ zum Eigenkapital und zur Beschäftigtenzahl. Verglichen wurden die drei Jahresabschlüsse vor der Fusion mit denen nach der Fusion. Die Ergebnisse zeigten eindeutige Verbesserungen der Kennzahlen im Vergleich vor der Transaktion.<sup>156</sup>

Meeks untersuchte 233 britische Unternehmen, die zwischen 1964 und 1972 fusionierten. Als Messgröße verwendete er den Unterschied zwischen der Gesamtkapitalrentabilität (GKR) der Firmen vor dem Zusammenschluss und dem fusionierten Unternehmen nach der Transaktion. Im Jahre des Mergers stieg die GKR zwar, jedoch fiel sie in den darauf folgenden Jahren wieder. Zusammenfassend kam Meeks daher zur Ansicht, dass es keinen konsistenten Beweis dafür gibt, dass diese Transaktionen wirklich zu Performance-Änderungen geführt haben.<sup>157</sup>

In der empirischen Studie von Dickerson, Gibson und Tsakalotos wurden 613 Mergers untersucht und vor allem die Veränderung der Gesamtkapitalrentabilität analysiert. Dabei zeigte sich, dass die Kennzahl in den ersten fünf Jahren für Käufer um zirka 2% gesunken ist im Gegensatz zu Nicht-Käufern.<sup>158</sup>

Die Untersuchung von Ravenscraft aus dem Jahre 1987 beinhaltete 471 Unternehmen, die zwischen 1975 und 1977 einen Merger durchgeführt hatten. Der Erfolg der Transaktionen wurde mittels den Kennzahlen Gesamtkapital- und Umsatzrentabilität

---

<sup>155</sup> Vgl. Stich (1974), S. 33ff.

<sup>156</sup> Vgl. Kurandt (1972), zitiert nach Bamberger (1994), S. 167.

<sup>157</sup> Vgl. Meeks (1977), S. 2ff.

<sup>158</sup> Vgl. Dickerson/Gibson/Tsakalotos (1997), zitiert nach Bruner (2004), S. 51.

sowie Cash Flow to Sales Ratio gemessen. Die Ergebnisse zeigten signifikante Verschlechterungen der Kennzahlen nach Durchführung der M&A Transaktion. Der Autor führte dies auf einen „Controll Loss“ zurück, der durch komplexere Organisationsstrukturen sowie eine geringere Kompetenz und Motivation des Managements zustande kommt.<sup>159</sup>

Healy, Palepu und Ruback untersuchten die 50 größten durchgeführten Mergers zwischen 1979 und 1983, wobei als Kennzahl der operative Cash Flow vor Steuern herangezogen wurde. Die Analyse der Ergebnisse erfolgte in einem Zeitraum von fünf Jahren und zeigte signifikante Verbesserungen.<sup>160</sup>

Die empirische Studie von Bühner aus dem Jahre 1990 beinhaltete 95 Akquisitionen deutscher Unternehmen. Dabei wurde die Veränderung der Eigenkapital- und Gesamtkapitalrentabilität aufgrund der Transaktion betrachtet. Im Rahmen der Eigenkapitalrentabilität konnten keine wesentlichen Unterschiede festgestellt werden, jedoch ging die Gesamtkapitalrentabilität im Zeitraum nach der Akquisition statistisch signifikant zurück.<sup>161</sup>

Die Untersuchung von Bild, Guest, Cosh und Runsten aus dem Jahre 2002 analysierte 386 Akquisitionen zwischen 1985 und 1996. Dabei zogen sie die Methode des Residualgewinns heran, bei dem im Gegensatz zu anderen Verfahren explizit die Akquisitionskosten und die Kapitalkosten des Käufers berücksichtigt werden. Um zu eruieren ob Wert geschaffen oder zerstört wurde, verglichen die Autoren den Present Value der zukünftigen Einnahmen des Käufers vor und nach der Transaktion. Im Durchschnitt zeigte sich, dass gemessen am Residualgewinn Akquisitionen 30% vom Wert des Käufers vor der Übernahme vernichten.<sup>162</sup>

Gugler, Mueller, Yurtoglu und Zulehner untersuchten 1250 internationale Merger-Transaktionen mithilfe der Kennzahlen Gewinn und Umsatz. Dabei wurden die Ergebnisse der fusionierenden Unternehmen mit einer Kontrollgruppe von nicht-fusionierenden Unternehmen verglichen. Es zeigte sich, dass Mergers im Durchschnitt zu signifikanten Verbesserungen des Gewinns führen, jedoch den Umsatz der

---

<sup>159</sup> Vgl. Ravenscraft/Scherer (1987), S. 75ff.

<sup>160</sup> Vgl. Healy/Palepu/Ruback (1992), S. 135ff.

<sup>161</sup> Vgl. Bühner (1990), zitiert nach Bamberger (1994), S. 168.

<sup>162</sup> Vgl. Bild et al (2002), S. 2ff.

fusionierenden Unternehmen verringern. Die Ergebnisse unterschieden sich auch nicht bei Gegenüberstellung der verschiedenen Länder und Branchen.<sup>163</sup>

Im Gegensatz zu den kapitalmarktorientierten Untersuchungen, kann bei der jahresabschlussorientierten Betrachtungsweise keine eindeutige Aussage getroffen werden. In Summe zeigt sich jedoch, dass oftmals eine Verschlechterung der finanziellen Kennzahlen nach Abschluss einer Transaktion eintritt. Tendenziell lassen daher diese Untersuchungen auf eine hohe Misserfolgsquote von M&A schließen.

In der Literatur wird die jahresabschlussorientierte Analyse zur Erfolgsmessung auch durchaus problematisch gesehen. Die Gründe dafür können wie folgt zusammengefasst werden:<sup>164</sup>

- Ansatz- und Bewertungswahlrechte: In den verschiedenen Rechnungslegungsstandards gibt es unterschiedliche Wahlrechte wie beispielsweise Aktivierungsmöglichkeiten, Abschreibungsmethoden, speziell im Bereich des Firmenwertes. Daher werden auch die erwirtschafteten Erträge aus der Veräußerung von Beteiligung unterschiedlich behandelt.
- Risikoaspekte: Die Veränderungen von Risiken bleiben beim jahresabschlussorientierten Ansatz außer Acht. Beispielsweise kann eine Erhöhung des Verschuldungsgrades zu höheren Eigenkapitalkosten führen.
- Bilanzkontinuität: Um Jahresabschlüsse intertemporal vergleichen zu können, ist die gleich bleibende Bilanzierungsmethode wesentlich. Bei etwaigen Änderungen können die Ergebnisse verzerrt werden.
- Isolation des M&A Effekts: Je länger die Transaktion in der Vergangenheit liegt, umso schwieriger wird es die M&A Effekte in der Bilanz und GuV zu isolieren.

### **4.1.3 Insider-Befragungen**

Im Rahmen der Insider-Befragungen wird der Erfolg einer M&A Transaktion mittels subjektiver Erfolgseinschätzungen von unmittelbar oder mittelbaren Betroffenen ermittelt. Dabei werden vor allem Manager oder Berater mittels eines Fragebogens oder strukturierten Interviews nach ihren persönlichen Transaktionserfahrungen befragt.<sup>165</sup>

---

<sup>163</sup> Vgl. Gugler et al (2003), S. 625ff.

<sup>164</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 280f.

<sup>165</sup> Vgl. Ebenda, S. 288.

Im Gegensatz zu den kapitalmarkt- und jahresabschlussorientierten Untersuchungen, gibt es in diesem Bereich nur wenige empirische Studien. Der Grund dafür ist, dass es schwierig ist, einen ausreichenden Stichprobenumfang zu erlangen und die Durchführung sehr aufwändig ist. Bei der Interpretation der Ergebnisse muss beachtet werden, dass diese immer subjektive Äußerungen darstellen und somit verzerrt sein können.<sup>166</sup> Beispielsweise werden die Befragten, die mit der Initiierung der Transaktion verbunden waren oder von ihr profitieren, tendenziell die Transaktion besser beurteilen. Die zentrale Voraussetzung für die Aussagekraft von Insider-Befragungen ist daher die Offenheit und Kritikfähigkeit des beteiligten Managements.<sup>167</sup>

Nachfolgend werden einige ausgewählte empirische Untersuchungen, die mittels einer Insider-Befragung durchgeführt wurden, dargestellt:

Studie	Sample Size	Sample Period	Erfolgsmaßstab	Ergebnisse
Kitching (1967)	22	1960-1965	subjektive Erfolgseinschätzung des befragten Managements	Erfolg: 68% Neutral: 4% Misserfolg: 28%
Möller (1983)	100	1970-1979	subjektive Erfolgseinschätzung des befragten Managements	Erfolg: 36% Neutral: 26% Misserfolg: 38%
Bamberger (1993)	35	1980-1991	subjektive Erfolgseinschätzung des befragten Managements	Erfolg: 63% Neutral: 17% Misserfolg: 20%
Jansen, Körner (2000)	103	1994-1998	Insiderbefragung kombiniert mit Umsatz- und Börsenwertentwicklung	Divergierende Ergebnisse

<sup>166</sup> Vgl. Bamberger (1994), S. 120f.

<sup>167</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 288f.

KPMG (1999)	107	1996-1998	Befragung des Managements und Analyse des Shareholder-Value	17% Erhöhung des Shareholder Value, 53% Verringerung, 30% schafften den „break even“
KPMG (2001)	118	1997-1999	Befragung des Managements und Analyse des Shareholder-Value	30% Erhöhung des Shareholder Value, 39% Verringerung, 31% schafften den „break even“

**Tabelle 10: Ausgewählte Insiderbefragungen**

**Quelle: Eigene Darstellung.**

Die Untersuchung von Kitching beinhaltete Interviews mit Managern von 22 US-Großunternehmen, die insgesamt 181 Tochtergesellschaften betreuten. Für die Analyse wurden nur jene Transaktionen herangezogen, die zwei bis sieben Jahre zurücklagen. Als Erfolgsmaßstab wurden neben der subjektiven Erfolgseinschätzung der Manager auch finanzielle Ergebnisse herangezogen. Die Auswertung zeigte, dass 68% der untersuchten Akquisitionen als erfolgreich beurteilt worden sind und 28% als Misserfolg deklariert wurden. Bei 4% der Transaktionen gab es keine eindeutige Zuordnung.<sup>168</sup>

Möller führte 100 Interviews bei deutschen Gesellschaften durch, bei denen zwischen 1970 und 1979 zumindest ein Zusammenschluss stattgefunden hat. Die Erfolgsmessung wurde dabei mittels folgender Kriterien untersucht:<sup>169</sup>

- Wurden die angestrebten Ziele erreicht?
- Wurde eine Abschreibung des Beteiligungsbuchwertes durchgeführt?
- Wie veränderte sich die Gesamtkapitalrentabilität nach der Übernahme?
- Wie hoch war die Verzinsung des eingesetzten Kapitals?

<sup>168</sup> Vgl. Kitching (1967), S. 84ff.

<sup>169</sup> Vgl. Möller (1983), zitiert nach Bamberger (1994), S. 174f.

Das Ergebnis beinhaltete die vier gleich gewichteten Kriterien und darauf aufbauend wurden 36% der Akquisitionen als Erfolg, 26% als Teilerfolg und 38% als Misserfolg beurteilt.<sup>170</sup>

Im Jahre 1993 führte Bamberger eine Studie über den Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland durch. Der Selektionsprozess ergab im Endeffekt 160 Unternehmen, denen standardisierte Fragebogen zugesendet wurden. Die Rücklaufquote entsprach 22%, dies bedeutet eine Stichprobe von 35 Unternehmen.<sup>171</sup> Insgesamt wurde der Erfolg von 397 Transaktionen durch die befragten Manager analysiert. Die Ergebnisse zeigten, dass 63% der Akquisitionen als Erfolg und 20% als Misserfolg beurteilt wurden – die restlichen 17% waren nicht eindeutig zu klassifizieren.<sup>172</sup> Bamberger überprüfte diese Resultate, wobei sich herausstellte, dass die Erfolgsquote höher ist als für interne Investitionsprojekte und die ermittelte Desinvestitionsrate wesentlich geringer ist als bei anderen Untersuchungen. Als Schlussfolgerungen führte Bamberger an, dass deutsche Akquisitionen als erfolgreich interpretiert werden können und dies auch im Einklang steht mit früheren Studien.<sup>173</sup>

Jansen und Körner führten am Institut für Mergers & Aquisitions an der Universität Witten/Herdecke eine Studie von insgesamt 103 Unternehmenszusammenschlüssen mit deutscher Beteiligung durch. Dabei wurden die jeweiligen verantwortlichen Vorstände mittels eines Fragebogens befragt, wobei nicht nur die subjektive Erfolgseinschätzung, sondern auch die Umsatz- und Börsenwertsteigerung analysiert wurden. Bei der relativen Umsatzentwicklung zeigte sich, dass 54% der Unternehmen eine gleich bleibende, 2% eine negative und 44% eine steigende Entwicklung verwirklichen konnten. Bei der Börsensteigerung haben lediglich 21,4% eine positive Entwicklung im Vergleich zu ihrer Branche realisiert. In 57,1% der Fälle zeigte sich keine wesentliche Änderung und 21,5% erlitten einen Einbruch ihres Börsenwertes. Die Insiderbefragung zeigte jedoch ein anderes Bild, da 12% der Manager die Transaktion als sehr gut, 35% als gut und 42% als befriedigend beurteilten. Lediglich 11% der Befragten sagten, dass der Unternehmenszusammenschluss ungenügend bzw. mangelhaft war. Bei der Gegenüberstellung der Ergebnisse wird ersichtlich, dass

---

<sup>170</sup> Vgl. Ebenda, S. 175.

<sup>171</sup> Vgl. Bamberger (1994), S. 38.

<sup>172</sup> Vgl. Ebenda, S. 178.

<sup>173</sup> Vgl. Ebenda, S. 187.

bei ca. 60% der Unternehmen, die sich für gut bzw. sehr gut einschätzen, keine entsprechende Umsatz- bzw. –Börsenwertsteigerungen erzielt werden konnte.<sup>174</sup>

Die Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft KPMG führte 1999 eine Studie über 700 Cross-Borders-Deals durch, bei denen 107 Unternehmen weltweit mittels Telefoninterviews befragt wurden. Zusätzlich wurde die Entwicklung des Shareholder Value untersucht, wobei diese zwei Methoden unterschiedliche Ergebnisse lieferten. Die Studie zeigte, dass 82% der befragten Manager die Transaktion als erfolgreich einstufen. Dieser hohe Wert konnte jedoch nicht mittels der Shareholder Value Analyse verifiziert werden. Hierbei zeigte sich nämlich, dass nur 17% der Transaktionen zu einer Erhöhung des Shareholder Value führten, bei 30% kein wesentlicher Unterschied festgestellt werden konnte und bei 53% wurde Wert vernichtet. Im Endeffekt kann somit gesagt werden, dass 83% der Unternehmenszusammenschlüsse als Misserfolg gesehen werden müssen, da sie keinen Shareholder Value generiert haben.<sup>175</sup>

Im Jahre 2001 führte KPMG die Studie nochmals durch und kam zu einem ähnlichen Ergebnis. Die befragten Manager beurteilen die Transaktion zu 75% als Erfolg, wohin hingegen die Analyse des Shareholder Value zeigte, dass nur 30% der Unternehmenszusammenschlüsse Wert generiert haben. Die Studie kam daher zur Schlussfolgerung, dass Manager von M&A Transaktionen andere Ziele haben, als den Shareholder Value zu steigern. Somit lasse sich die Diskrepanz der beiden Ergebnisse erklären.<sup>176</sup>

Insgesamt zeigt sich, dass der Erfolg einer M&A Transaktion von beteiligten Managern als durchwegs positiv eingeschätzt wird. Wie einleitend schon erwähnt, ist die Aussagekraft dieser empirischen Untersuchungen kritisch zu sehen, da subjektive Faktoren nie ganz eliminiert werden können und die Ergebnisse somit verzerrt sein können. Beispielsweise zeigten die Studien von KPMG eindeutig, dass die Einschätzungen des Managements selten durch andere Faktoren belegt werden können.

---

<sup>174</sup> Vgl. Jansen (2000), S. 334ff.

<sup>175</sup> Vgl. KPMG (1999), S. 5ff, Stand vom 05.11.2011.

<sup>176</sup> Vgl. KPMG (2001), S. 5ff, Stand vom 05.11.2011.



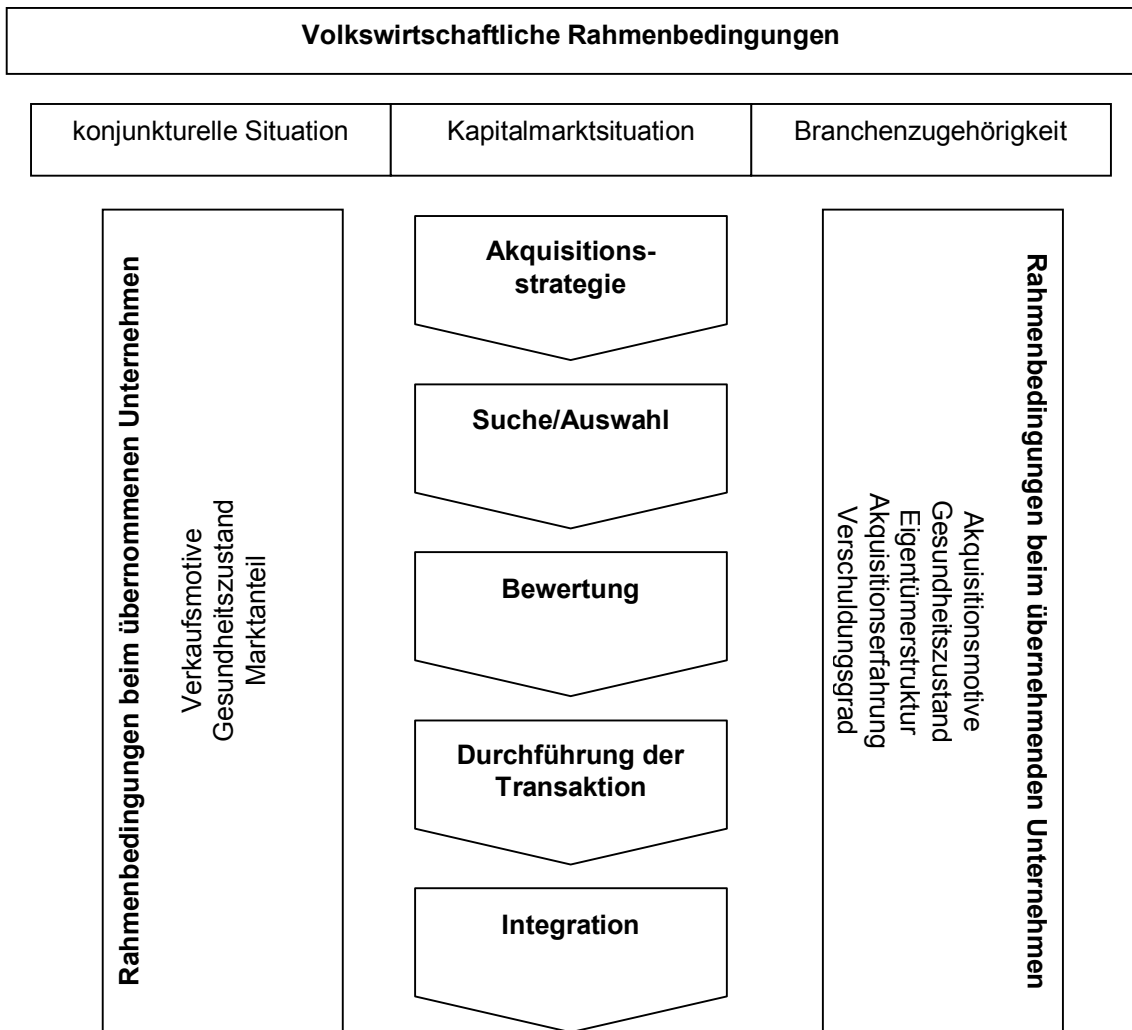
## **4.2 Bestimmung von M&A Erfolgsfaktoren**

Im vorangegangenen Kapitel wurde ersichtlich, dass der Erfolg von M&A Transaktionen sehr unterschiedlich beurteilt werden kann. Im Rahmen der empirischen Studien wird auf verschiedene Art und Weise versucht, die Wertsteigerung bzw. –vernichtung zu identifizieren und darauf aufbauend den Erfolg bzw. Misserfolg von Fusionen oder Akquisitionen zu messen. Wie schon einführend im Rahmen dieser Arbeit erwähnt, gibt es zahlreiche Motive für die Durchführung einer M&A Transaktion. Auch wenn aus wirtschaftlicher Betrachtungsweise die Wertgenerierung immer im Vordergrund einer Transaktion stehen sollte, gibt es einige Beweggründe, die damit nicht im Einklang stehen. Des Weiteren ist es schwierig, verschiedene M&A Deals zu einer homogenen Stichprobe zusammenzufügen, da jedes Projekt einzigartig und einmalig ist. Dies sind nur zwei mögliche Gründe warum die empirischen Untersuchungen zu diesem Thema teilweise zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen.

Dennoch stellt sich im Endeffekt die Frage, welche Faktoren letztendlich für den Erfolg oder Misserfolg einer M&A Transaktion entscheidend sind. Aus diesem Grund werden in diesem Abschnitt mögliche Erfolgsfaktoren näher beleuchtet und zudem mit empirischen Studien hinterlegt. Gleich zu Beginn sei angemerkt, dass die gewählten Kriterien keinerlei Anspruch auf Allgemeingültigkeit bzw. Vollständigkeit haben. Ziel der Ausführungen ist es Faktoren herauszuarbeiten, die in der Literatur sowie bei empirischen Untersuchungen als relevant gesehen werden, um die Erfolgchancen einer Transaktion zu steigern.

### **4.2.1 Erfolgsfaktoren in der Literatur**

In diesem Abschnitt sollen die wesentlichen Erfolgsfaktoren, die sich im Laufe der Jahre in der Literatur herausgebildet haben, erläutert werden. Die nachfolgende Abbildung zeigt mögliche prozessbezogene Einflussfaktoren auf den Erfolg von Unternehmensakquisitionen:



**Abbildung 7: Mögliche Einflussfaktoren auf den Erfolg von M&A Transaktionen**

Quelle: Vgl. Bamberger, 1994, S. 189.

Dass volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen einen wesentlichen Einfluss auf M&A Transaktionen haben, zeigt sich schon an der Tatsache, dass in der Vergangenheit Fusionen und Akquisitionen gesamtwirtschaftlich betrachtet in Wellen aufgetreten sind. Insgesamt konnten bis dato 6 Wellen identifiziert werden, wobei sie mittels ihrer strategischen Ausrichtung charakterisiert werden können:<sup>177</sup>

- 1. Welle (1897-1904): Monopolstellung, horizontale Integration (1904: Börsencrash)
- 2. Welle (1916-1929): Vertikale Integration (1929: Black Friday – Weltwirtschaftskrise)

---

<sup>177</sup> Vgl. Jansen (2008), S. 130ff.

- 3. Welle (1965-1969): Diversifikation, Konglomeratsbildung (1970: Börsencrash, 1973: Erste Ölkrise)
- 4. Welle (1984-1990): Entflechtung, Liberalisierung (1987: Schwarzer Montag)
- 5. Welle (1993-2000): Globalisierung, Cross-Border-Aktivitäten (2000/2001: Börsencrash)
- 6. Welle (2002-2008): Finanzinvestoren (Hedgefonds, Private Equity) (2007/2008: Suprime-Krise und darauf folgende Finanz- und Wirtschaftskrise).

Auffällig ist, dass das Ende jeder Welle mit dem Beginn einer Rezession einherging. Die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie konjunkturelle Situation und die Aussichten des Kapitalmarktes sind daher gute Indikatoren für die Erfolgchancen von M&A Transaktionen. Über den Zusammenhang zwischen erfolgreichen M&A Transaktionen und der volkswirtschaftlichen Situation konnten bis dato keine hinreichende Ergebnisse erzielt werden. Daher gibt es zwei konkurrierende Thesen: Einerseits könnten Zusammenschlüsse aufgrund ihrer eher schwachen Erfolgsaussichten einen konjunkturellen Abstieg bewirken, andererseits werden Manager in einer Rezession verstärkt Abstand von M&A Transaktionen nehmen.<sup>178</sup>

Plausibel und einleuchtend erscheint, dass die jeweilige Situation der Transaktionspartner ebenfalls Einfluss auf den Akquisitionserfolg ausüben kann. Neben den einzelnen Motiven für den M&A Deal spielen der Gesundheitszustand, der Marktanteil, die Eigentümerstruktur, die Akquisitionserfahrung und der Verschuldungsgrad eine bedeutende Rolle.<sup>179</sup>

Im Bereich der Akquisitionsmotive muss bedacht werden, dass diese bereits einen Misserfolg der gesamten Transaktion auslösen können. Wenn der Fokus nicht auf der Wertgenerierung liegt, sondern persönliche Motive im Vordergrund stehen, konnte belegt werden, dass dies zu einem geringeren Anteil erfolgreicher Transaktionen führt. Dies lässt sich vor allem dadurch begründen, dass persönliche Motive tendenziell mit einer überhöhten Kaufpreiszahlung und letztendlich einer erfolglosen Akquisition einhergehen. Weiters zeigten in der Vergangenheit die Motive Erwerb von Know How, preisgünstiger Kauf und Managementwechsel eine signifikante höhere Erfolgsquote auf.<sup>180</sup>

---

<sup>178</sup> Vgl. Jansen (2008), S. 132.

<sup>179</sup> Vgl. Bamberger (1994), S. 201ff.

<sup>180</sup> Vgl. Ebenda (1994), S. 205ff.

Neben diesen allgemeinen Faktoren spielt vor allem die Gestaltung des Akquisitionsprozesses eine wesentliche Rolle. In den nächsten Unterabschnitten werden daher die einzelnen Erfolgsfaktoren näher beschrieben und die wichtigsten Punkte herausgearbeitet.

#### **4.2.1.1 Vision und Strategie**

Am Beginn jeder Transaktion stehen die genaue Festlegung der Vision und die damit einhergehende Strategie, wobei der M&A Deal im Einklang mit der Gesamtstrategie des Unternehmens stehen muss. Denn jede Fusion oder Akquisition, die auf einer unklaren oder unrealistischen Vision aufbaut oder lediglich nach dem Kriterium „fit“ durchgeführt wurde, kann in einem Flop enden.<sup>181</sup>

Die Entstehung einer Vision ist das Ergebnis eines organischen Prozesses, in dem nicht nur die Management Ebene, sondern auch die Mitarbeiter, Kunden, Fähigkeiten des Unternehmens, Wettbewerber, Kosten und Kultur einbezogen werden. Wichtig ist weiters die realistische und sorgfältige Ausarbeitung der wesentlichen Eckpunkte und dass die sich ergebende Vision auch in den Unternehmen gelebt wird.<sup>182</sup>

Neben dem Aufbauen einer grundlegenden Vision, muss die Strategierichtung festgelegt werden. Zuerst muss die Grundsatzentscheidung vertikale, horizontale oder konglomerate Integration getroffen werden. Tendenziell wird in der Literatur die Meinung vertreten, dass Übernahmen von Gesellschaften, die in möglichst ähnlichen Bereichen wie das akquirierende Unternehmen tätig sind, höhere Erfolgsquoten aufweisen. Begründet wird dies dadurch, dass bei solchen Transaktionen höhere Economies of Scale und Scope, größere Marktmacht, geringere Risiken und weniger persönliche Motive der Manager bestehen. Diese Kriterien haben positive Auswirkungen auf die Relation Unternehmenswert zu Kaufpreis und führen letztendlich zu einem positiven Einfluss auf den Akquisitionserfolg.<sup>183</sup>

Abschließend müssen in diesem Prozess strategische und operative Ziele festgelegt werden, wobei die Umsetzung in einem Phasenmodell erfolgt.<sup>184</sup>

---

<sup>181</sup> Vgl. Habeck/Kröger/Träm (2002), S. 33.

<sup>182</sup> Vgl. Ebenda, S. 50f.

<sup>183</sup> Vgl. Bamberger (1994), S. 251ff.

<sup>184</sup> Vgl. Guserl (2002), S. 135.

- Festlegung der neuen Machtverteilung, Umsetzung einer neuen Organisation und allfälliger erforderlichen Restrukturierungen,
- Optimierung der Organisationsstrukturen und Prozesse,
- Realisierung eines profitablen Wachstums.

#### **4.2.1.2 Suche/Auswahl**

Nachdem die strategische Zielsetzung festgelegt wurde, steht die Suche nach geeigneten Targets an. Diese können anhand folgender Kriterien identifiziert werden:<sup>185</sup>

- Strategiekriterien:
  - Schließung von Lücken in Bezug auf geografische Märkte, Marktanteile, Wachstum, Geschäftsmodell, Produktportfolio, Kundensegmente oder ähnliches,
  - Konsistenz mit strategischem Plan und Prioritäten des Käufers,
  - Strategische Risiken einer Übernahme für den Käufer.
- Finanzkriterien:
  - Kritische Größe des Targets (z.B. Umsatz oder Bilanzsumme),
  - Mindestrenditen und maximale Renditen (z.B. Interner Zinssatz, Return on Investment),
  - Konsequenzen einer Fusion oder Übernahme für die Gewinn- und Kapitalbasis des Käufers,
  - Regulatorische Anforderungen der M&A Transaktion,
  - Maximaler Kaufpreis und Finanzierbarkeit.
- Integrationskriterien:
  - Komplexität, Zeitaufwand und Kosten der Integration für den Käufer,
  - Transaktions- und Integrationsrisiken,
  - Verfügbarkeit von Ressourcen für die Übernahme (auch personelle Ressourcen),
  - Integrationsszenario und Zielstruktur nach der Transaktion.

Wesentlich im Auswahlprozess ist die Identifizierung möglicher Akquisitionskandidaten, die bestmöglich der Vision und Strategie des Unternehmens entsprechen. Beachtet werden muss immer, dass die getroffene Entscheidung Auswirkungen auf den

---

<sup>185</sup> Vgl. Becker (2010), S. 233.

gesamten Transaktionsprozess hat. Wenn beispielsweise eine Gesellschaft gekauft wird, die sich stark von dem Käuferunternehmen unterscheidet, wird eine genauere Untersuchung des Targets erforderlich. Weiters wird die Integration des Unternehmens eine größere Herausforderung darstellen, als bei Fusionen oder Käufen von ähnlichen Zielunternehmen. Ausschlaggebend ist immer, dass die Charakteristika des Unternehmens klar und eindeutig identifiziert werden, um so die weiteren Schritte richtig planen zu können.

#### **4.2.1.3 Due Diligence/Bewertung**

Eine der kritischsten Phasen im Rahmen von M&A Transaktionen ist sicherlich die Due Diligence und die anschließende Unternehmensbewertung. Zwischen den beiden Unternehmen besteht zumeist große Informationsasymmetrie betreffend der wirtschaftlichen Situation des Zielunternehmens. Das Target will grundsätzlich nur so wenige Informationen wie möglich freigeben und sich zusätzlich positiv darstellen, um einen hohen Verkaufspreis zu erzielen. Im Gegensatz dazu will das übernehmende Unternehmen allfällige Risiken vor der Durchführung der Transaktion aufdecken, um einen etwaigen Misserfolg zu vermeiden.<sup>186</sup>

Ausschlaggebend für den Erfolg in dieser Phase ist es, möglichst viele und genaue Informationen zum Target zu bekommen. Nur so können Risiken identifiziert, bewertet und nachfolgend mögliche Lösungsvorschläge ausgearbeitet werden. Ohne eine genaue Analyse der wirtschaftlichen Aufstellung des Zielunternehmens ist der Misserfolg praktisch schon vorprogrammiert.

Die Due Diligence Prüfung zählt somit zu den Kernaufgaben im M&A Geschäft, da sie zwar gewissenhaft und genau durchgeführt werden sollte, aber dennoch nicht ausufern darf. Dabei sollten nicht nur die harten Faktoren wie Finanzzahlen geprüft, sondern auch weitere Aspekte bedacht werden, wie Interviews mit Managern, Kunden, Zulieferern und Wettbewerbern um auch Soft Facts einzubeziehen. Ergänzend sollte eine quantitative und detaillierte Analyse der Märkte, Wettbewerbsverhältnisse und Margenpotentiale in allen relevanten Segmenten durchgeführt werden.<sup>187</sup>

---

<sup>186</sup> Vgl. Bubik (2005), S. 245.

<sup>187</sup> Vgl. Weddigen/Seeman (2007), S. 66.

Aufbauend auf die Due Diligence Prüfung folgt die Unternehmensbewertung, in der die Grundlage für die Kaufpreisverhandlung geschaffen wird. Auch hier sind die vorhandenen Informationen essentiell, um eine möglichst genaue Wertfeststellung zu erreichen. Denn gerade in der Vergangenheit konnte in der Presse immer wieder gelesen werden, dass überhöhte Kaufpreise gezahlt wurden und dies einhergeht mit dem Misserfolg der jeweiligen Transaktion.

#### **4.2.1.4 Durchführung der Transaktion**

In dieser werden die wesentlichen vertraglichen Bestimmungen festgelegt um eine einwandfreie Durchführung der Transaktion zu erreichen. Wichtig für das Käuferunternehmen ist es, sich die wesentlichen Risiken durch Garantie- oder Gewährleistungsklauseln abzusichern. Dies betrifft vor allem jene Gefahren, die durch die Due Diligence Prüfung nicht ausreichend bewertet werden konnten.

Weiters wird die Zahlungsweise in der Literatur als erfolgsbeeinflussender Faktor angeführt. Eine Zahlung in Cash stellt eine weitaus höhere Liquiditätsbelastung dar und kann zu einem Finanzstrukturrisiko führen. Dagegen kann eine Earn Out-Vereinbarung einen überhöhten Kaufpreis in den meisten Fällen vermeiden. Welche Zahlungsweise tatsächlich zu einer höheren Erfolgsquote führt, ist auf Basis der Literatur nicht abschließend zu klären. Beispielsweise kann das Zielunternehmen auch eine Barzahlung bevorzugen, wenn sie ihre eigenen Aktien für unterbewertet hält.<sup>188</sup>

Wie auch in der Planungsphase ist beim Durchführen der Transaktion eine genaue und strukturierte Vorgehensweise von ausschlaggebender Bedeutung. Die Erkenntnisse der vorangegangenen Phasen sollen dabei genutzt werden, um eine schnelle und effiziente Abwicklung zu erreichen.

#### **4.2.1.5 Integration**

Mit Abschluss der Transaktion ist zwar der Grundstein für den Erfolg gelegt, doch zeigt sich in der Praxis immer wieder, dass mangelnde Integration im Nachhinein zu einem Misserfolg führt. Wichtig ist die frühzeitige Festlegung der wesentlichen Eckpfeiler der anschließenden Integration, denn nur so kann gewährleistet werden, dass die letzte Phase einwandfrei abgeschlossen werden kann. Die Literatur führt vor allem die

---

<sup>188</sup> Vgl. Bamberger (1994), S. 296f.

Aspekte Integrationsgeschwindigkeit, Organisationsfestlegung, Kommunikation und Anpassung der Kulturen als Erfolgskriterien an.

Häufig wird in der Literatur und auch von Praktikern die Meinung vertreten, dass eine rasche Integration der beiden Unternehmen ein wesentlicher Erfolgsfaktor ist. Als Gründe dafür wird beispielsweise die Bereitschaft der Mitarbeiter angeführt. Gerade nach dem Abschluss der Transaktion seien die Mitarbeiter für strukturelle Änderungen eher gewillt, als nach Ablauf eines bestimmten Zeitfensters. Dagegen können zu schnelle Personal- und Sachentscheidungen zu Verunsicherungen führen, die letztendlich auf die Kunden durchschlägt und zu einer Abwanderung derselben führen kann. Dementsprechend besteht ein Zielkonflikt zwischen einer raschen Umsetzung und der sorgfältigen Planung der Integration.<sup>189</sup>

Die Integrationsstrategie wird auf Basis des Transaktionskontext, der Vision und der erwarteten Synergien festgelegt und muss anschließend auch dementsprechend kommuniziert werden. Wichtig hierbei ist eine einfache und gleichzeitig überzeugende Story, welche die Transaktion in die langfristige Unternehmensstrategie eingliedert. Ausschlaggebend ist, dass alle Stakeholder der Unternehmen von der Sinnhaftigkeit des Deals und der damit einhergehenden spezifischen Vorteile überzeugt werden.<sup>190</sup>

Im Rahmen der kulturellen Integration müssen zuerst die beiden Kulturen der Gesellschaften analysiert und dokumentiert werden. Darauf aufbauend erfolgt die Erstellung einer Strategie für die Anpassung der Kulturen, in der genau festgelegt wird, welche neue Kultur im Unternehmen herrschen soll und wie die Zusammenführung von statten gehen soll. Nicht vergessen werden darf, dass eine Unternehmenskultur nicht von heute auf morgen geändert werden kann. Die ganze Organisation muss sich erst darauf einstellen um dann die gewählte Kultur auch wirklich zu leben.<sup>191</sup>

#### **4.2.2 Erfolgsfaktoren in empirischen Studien**

Während in der Literatur meist nur allgemeine Richtungsanweisungen für erfolgreiche Transaktionen gegeben werden, befassen sich empirische Studien mit speziellen Aspekten des M&A Prozesses. Diese erfolgt zumeist mittels einer Befragung der

---

<sup>189</sup> Vgl. Bubik (2005), S. 263.

<sup>190</sup> Vgl. Schreiner/Wirth/Wirth (2010), S. 294.

<sup>191</sup> Vgl. Habeck/Kröger/Träm (2002), S. 119.



beteiligten Transaktionspartner (oder auch der externen Berater) um darauf aufbauend wesentliche Erfolgsfaktoren zu eruieren.

Nachfolgend werden daher einige ausgewählte empirische Studien zum Thema Erfolgsfaktoren von M&A Transaktionen dargestellt und ausgewertet. Im Anschluss darin wird versucht die wichtigsten relevanten Aspekte herauszuarbeiten, die im Durchschnitt erfolgsbeeinflussend sind.

<b>Studie</b>	<b>Sample Size</b>	<b>Sample Period</b>	<b>Methodologie</b>
Kitching (1967)	22	1960-1965	subjektive Einschätzungen des befragten Managements
KPMG (1999)	107	1996-1998	Befragung des Managements und Analyse des Shareholder-Value
Jansen, Körner (2000)	103	1994-1998	Insiderbefragung kombiniert mit Umsatz- und Börsenwertentwicklung
KPMG (2001)	118	1997-1999	Befragung des Managements und Analyse des Shareholder-Value
Ungerath, Hoyningen-Huene (2005)	130	n/a	Unternehmensbefragung und Analyse der Zielerreichung
furtner business consulting (2005)	27	2005	Befragung von Führungskräften mittels standardisierter Fragebögen
Deloitte (2007)	150	2007	Telefonische Interviews von M&A Experten mittels standardisierter Fragebögen
KPMG (2008)	160	n/a	Insiderbefragung mittels eines Fragebogens
A.T. Kearney (2008)	175	2000-2003	Manager Befragungen und Auswertung von finanziellen Kennzahlen
KPMG (2010)	460	2002-2006	Börsenkursentwicklung

**Tabelle 11: Ausgewählte Studien zu M&A Erfolgsfaktoren**

**Quelle: Eigene Darstellung.**

– **Kitching (1967)**

Kitching hat in seiner Studie nicht nur den Erfolg oder Misserfolg der Transaktionen abgefragt, sondern auch die Einflussfaktoren, die sich positiv auf den Transaktionserfolg auswirken. Er hat dabei sechs Erfolgsfaktoren herausgefiltert, die nach den Meinungen der Manager wesentlich sind: Managers of Change, Skills for the Task, Management Relationships, Reactors vs. Planners, Effective Criteria, Analysis of Future Trends:<sup>192</sup>

- Managers of Change: Nach dem Abschluss der Transaktion ist vor allem die Qualität des neuen Managements für den Erfolg ausschlaggebend. Das Top Management muss bereit sein für Veränderungen und diese auch effizient durchführen, um die erwarteten Synergien zu realisieren.
- Skills for the Task: Die Aufgaben nach der Transaktion für das Management dürfen nicht unterschätzt werden, da es eine gewisse Zeit benötigt, alle Anforderungen umzusetzen.
- Management Relationships: Zu Beginn erfolgt die Festlegung der Beziehung zwischen dem Käufer- und dem Zielunternehmen, wobei hier ein Verantwortlicher aus dem übernehmenden Unternehmen gefunden werden muss, der beim übernommenen Unternehmen die Führung übernimmt. Weiters muss gleich zu Beginn klargestellt werden, wie das Berichtswesen im neuen Unternehmen zwischen den beiden Partnern abläuft und somit optimiert werden kann. Außerdem müssen die Bereiche, die zusammengelegt werden, genau durchdacht und geplant werden.
- Reactors vs. Planners: Der Anstoß ein anderes Unternehmen zu kaufen kann entweder vom Käuferunternehmen oder von externen Personen (wie Unternehmensberater oder dem Zielunternehmen selbst) kommen. Die Unternehmen, die auf die Reaktionsstrategie vertrauen, wurden aber bereits zum Zeitpunkt der Studie immer weniger. Weitaus erfolgsversprechender ist es, eine aktive Strategie zu verfolgen, um Unternehmensziele (wie Wachstum) durch geplante M&A Transaktionen zu erreichen.
- Effective Criteria: Vor jedem Deal sollten genaue Akquisitionskriterien festgelegt werden, die die Unternehmensstrategie repräsentieren. Das Target muss wohlüberlegt ausgewählt und nicht durch emotionale Faktoren beeinflusst werden. Das Management des Käuferunternehmens muss schnell die Vor- und

---

<sup>192</sup> Vgl. Kitching (1976), S. 94ff.

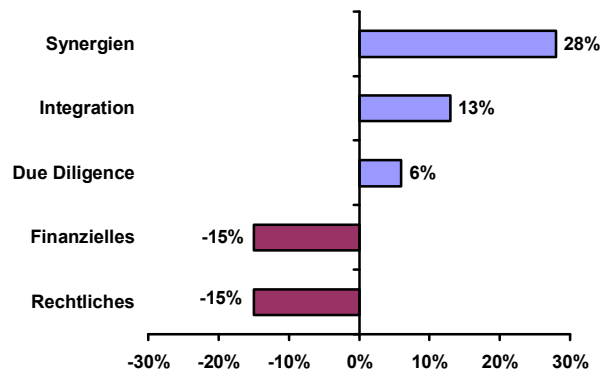
Nachteile jedes potentiellen Übernahmekandidatens abwägen, um die beste Alternative auswählen zu können.

- Analysis of Future Trends: Die Zukunftsaussichten des übernommenen Unternehmens müssen klar und eindeutig analysiert werden, um beispielsweise den notwendigen Kapitalbedarf planen zu können.

- **KPMG (1999)**

Die Studie beinhaltete 107 weltweite Unternehmen, die zwischen 1996 und 1998 eine M&A Transaktion durchführten. Neben Managerbefragungen wurde auch die Börsenwertentwicklung analysiert, um mögliche Erfolgsfaktoren herauszuarbeiten. Im Endeffekt ergaben sich sechs Kriterien, wobei drei von ihnen einen direkten Einfluss auf die finanzielle Performance haben (Hard Keys) und die anderen drei sich auf personelle Aspekte beziehen (Soft Keys).<sup>193</sup>

- Bewertung der Synergien,
- Integrationsplanung,
- Due Diligence,
- Auswahl des Managementteams,
- Bereinigung von kulturellen Problemen,
- Kommunikation.



**Abbildung 8: Hard Keys: Erfolgsveränderung im Vergleich zum Durchschnitt**

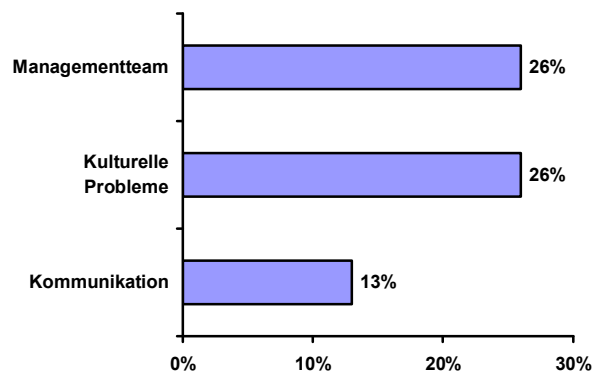
**Quelle: KMPPG, 1999, S. 10, Stand vom 05.11.2011.**

Wie die Abbildung 9 deutlich macht, konnten Unternehmen, die die Hard Keys Synergienbewertung, Integrationsplanung und Due Diligence vorrangig implementieren,

---

<sup>193</sup> Vgl. KPMG (1999), S. 9, Stand vom 05.11.2011.

deutlich höhere Erfolgsquoten im Vergleich zum Durchschnitt erzielen. Beispielsweise führt eine genaue Synergieermittlung und –auswertung zu einer Erfolgsveränderung von 28% über dem Durchschnitt. Im Gegensatz dazu führt die zu starke Konzentration auf obligatorische Aufgaben, wie die Klärung der rechtlichen und finanziellen Verhältnisse, zu einer Verschlechterung der Erfolgsquote.<sup>194</sup>



**Abbildung 9: Soft Keys: Erfolgsveränderung im Vergleich zum Durchschnitt**

**Quelle: KMPPG, 1999, S. 15, Stand vom 05.11.2011.**

Die Studie zeigte, dass nicht nur die Hard Keys für den Erfolg ausschlaggebend sind, sondern auch die Soft Keys beachtet werden muss, um die höchste Wertgenerierung zu erreichen. In der Stichprobe befanden sich lediglich neun Unternehmen, die alle drei Soft Keys implementiert hatten und erfolgreichen waren.<sup>195</sup>

– **Jansen/Körner (2000)**

Jansen und Körner führten 2000 eine differenzierte Analyse zum Post Merger Management durch, indem 103 deutsche Unternehmenszusammenschlüsse anhand eines ausführlichen Fragebogens untersucht wurden. Als wichtigste Aufgaben zählen für die Mehrzahl der Befragten die schnelle Entscheidung über die Führungsstruktur (57%), die Erarbeitung einer Kommunikationsstrategie (47%) und der Einsatz von Integrations- bzw. Projektteams (27%). Als maßgebendes Kriterium werden in der Literatur häufig die unterschiedlichen Kulturen angeführt – dies konnte durch die Studie nicht bestätigt werden. Aufgaben wie eine Cultural Due Diligence oder entsprechende Workshops während der Integration wurden von den Befragten als weniger wichtig angesehen. Auffällig ist weiters die geringe Bedeutung des proaktiven

---

<sup>194</sup> Vgl. KPMG (1999), S. 10, Stand vom 05.11.2011.

<sup>195</sup> Vgl. Ebenda, S. 18, Stand vom 05.11.2011.

Fluktuationsmanagement (3%), da in den ersten drei Jahren durchschnittlich 72% der höheren Managementebene das fusionierende Unternehmen verlassen.<sup>196</sup>

In der Studie wurden weiters entsprechende Korrelationsanalysen und Signifikanztests durchgeführt, um jene Aufgaben zu identifizieren, die einen positiven Einfluss auf die Erfolgsmaße aufwiesen. Dies ergab folgende signifikante Erfolgsfaktoren:<sup>197</sup>

- Erarbeitung einer externen und internen Kommunikationsstrategie,
- Systematische Prüfung der Marketing- und Vertriebsziele (Due Diligence),
- Definition der Kernbelegschaft,
- Harmonisierung der Gehalts- und Incentivesysteme,
- Ableitung einer Integrationsplanung im Vorfeld der Fusion,
- Schnelle Konsolidierung des betrieblichen Berichtswesens.

Jansen und Körner widerlegten auch den Mythos der schnellen Integration, da kein signifikanter Zusammenhang von der Zeitspanne zwischen dem Vertragsabschluss bis zum Start der Integrationsaktivitäten sowie der entsprechenden Umsatz- bzw. Börsenwertentwicklung festgestellt werden konnte. Hingegen zeigte sich, dass von den 45% der Zusammenschlüsse, die direkt im ersten Monat mit der Umsetzung begannen, nur jede fünfte Fusion eine Wertsteigerung erzielte.<sup>198</sup>

#### – **KPMG (2001)**

Die Studie von KPMG aus dem Jahre 1999 untersuchte die Erfolgsfaktoren von M&A Deals, wobei sie neben den Managerbefragungen auch die Veränderung des Shareholder Value analysierten. Darauf aufbauend wurden sieben Schlüsselfaktoren ausgearbeitet, die einen signifikanten Einfluss auf den Ausgang der Transaktion haben.<sup>199</sup>

- Frühzeitige Aktionen: Das gesamte Prozessmanagement und die damit einhergehenden Aktivitäten sollten bereits in einer frühen Phase in Angriff genommen werden.
- M&A Leitung: Ein Vorstandsmitglied sollte für die gesamte M&A Politik und ihre Aktivitäten verantwortlich sein, um die Ziele der Transaktion zu erreichen.

---

<sup>196</sup> Vgl. Jansen (2000), S. 334ff.

<sup>197</sup> Vgl. Ebenda, S. 336f.

<sup>198</sup> Vgl. Ebenda, S. 337.

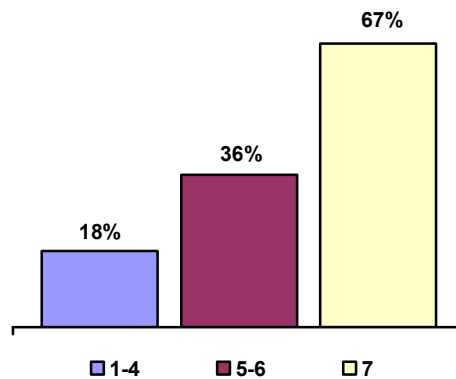
<sup>199</sup> Vgl. KPMG (2001), S. 6f, Stand vom 05.11.2011.

- Unternehmensbewertung: Die Prüfung und Bewertung des Zielunternehmens ist ein besonders kritischer Faktor im Rahmen von M&A Deals, da auch die Einflussfaktoren auf den Wert des Unternehmens untersucht werden müssen. Somit wird sichergestellt, dass eine fundierte Kaufpreisspanne festgelegt werden kann, um im Endeffekt durch die Transaktion Wert generieren zu können.
- Transaktionsprozessplan: Während des gesamten Prozesses müssen die einzelnen Rollen und Verantwortlichkeiten klar definiert sein. Alle Veränderungen die während der Transaktion eintreten müssen geprüft und bewilligt werden.
- Prozessmanager frühzeitig ernennen: Der Prozessmanager sollte aufgrund seiner geeigneten Fähigkeit ernannt und von an Anfang an in die Transaktion eingebunden werden.
- Aufgaben des Prozessmanagers: Die Verantwortlichkeiten des Prozessmanagers sollten ein weites Spektrum umfassen – angefangen von den Hauptaktivitäten, über das Risk Management und die Unternehmensbewertung, bis hin zu der Verhandlungs- und Integrationsphase.
- Unabhängige Evaluierung: Der Integrationsprozess sollte durch externe Berater evaluiert werden und den bisherigen Umsetzungsgrad messen.

Bei diesen Schlüsselfaktoren muss beachtet werden, dass nicht einzelne Aktivitäten sondern ihre Kombination zum M&A Erfolg führt. Je mehr von ihnen eingeführt werden umso wahrscheinlicher ist es, dass die Transaktion Wert generiert. Die Studie zeigte, dass die erfolgreichsten Unternehmen fast alle Kriterien früher eingeführt haben als die weniger Erfolgreichen. Nachfolgende Darstellung verdeutlicht die Ergebnisse.<sup>200</sup>

---

<sup>200</sup> Vgl. KPMG (2001), S. 8, Stand vom 05.11.2011.



**Abbildung 10: Prozentuelle Verteilung der erfolgreichen Unternehmen in Bezug auf die implementierten Aktivitäten**

Quelle: KMPPG, 2001, S. 8, Stand vom 05.11.2011.

– **Ungerath/Hoyningen-Huene (2005)**

Im Rahmen dieser Studie wurden 130 Akquisitionen, an denen Unternehmen aus insgesamt 27 Ländern beteiligt waren, untersucht. Als Erfolgsfaktoren wurden nur Kriterien herangezogen, die den Erfolg von Akquisitionen systematisch und positiv beeinflussen. Als Erfolgsindikatoren wurden die Rentabilitätsentwicklung, die durchschnittliche Zielerreichung der Transaktionsziele (Gesamt-Zielerreichung), die durchschnittliche Realisierung der Umsatz steigernden (Umsatz-Zielerreichung) und Kosten senkenden (Kosten-Zielerreichung) Motive definiert.<sup>201</sup>

Im Detail zeigte sich, dass vor allem eine hinreichende klare Vorstellung von der Rolle des Akquisitionsobjekts in der eigenen Organisation und auf dem Markt ein wichtiger Erfolgsfaktor ist. Weiters waren bei Käuferunternehmen, die zum Zeitpunkt der Transaktion eine klare Vision hatten, signifikante positive Korrelationen zu allen Erfolgsindikatoren nachweisbar. Wenn diese jedoch bereits fehlt, so kann auch kein umfassender Integrationsplan erstellt werden. Jedes fünfte Unternehmen verzichtete vollkommen auf dieses Instrument und in diesen Fällen führte das Ad-hoc-Management zu geringerer Gesamt-Zielerreichung. Weiters ergab sich, dass die Geschwindigkeit der Integration positiv mit der Entwicklung der Eigenkapitalrentabilität und der Gesamt-, Umsatz- und Kosten-Zielerreichung korreliert ist. In der Post-Deal-Phase muss beachtet werden, dass genügend Management-Ressourcen bereitgestellt werden. In der Befragung gaben 35% an, die Integration mit unzureichenden Mitteln

<sup>201</sup> Vgl. Ungerath/Hoyningen-Huene (2005), S. 131.

betrieben zu haben. Zuletzt sollte die Kooperationsbereitschaft der Mitarbeiter durch intensive Kommunikationsmaßnahmen und aktive Incentivierung gefördert werden.<sup>202</sup>

– **Furtner Business Consulting (2005)**

Im Rahmen dieser Studie wurden Führungskräfte von 27 österreichischen Unternehmen anhand eines standardisierten Fragebogens befragt. Dabei wurden die Strategien, Erfolgsfaktoren und der Zielerreichungsgrad von M&A Transaktionen generell sowie der Prozess des Zusammenwachsens, die Post Merger-Integrationsphase im Speziellen analysiert. Die Ergebnisse zeigten eine große Übereinstimmung bei der Bewertung der Erfolgsfaktoren, die nachfolgend zusammengefasst werden. Alle aufgezählten Kriterien wurden von den Befragten als sehr wichtig bzw. wichtig klassifiziert.<sup>203</sup>

- Geplante und konsequent durchgeführte Post Merger Integration (96%),
- Ausreichende Managementkapazitäten (96%),
- Einbeziehung Mitarbeiter (93%),
- Umfassende Kommunikation (89%),
- Analyse zu Beginn (85%),
- Hohes Transaktions-Know-How (85%),
- Umfassende Due Diligence (85%).

– **Deloitte (2007)**

An der vorliegenden Studie beteiligten sich 150 M&A erfahrene Führungskräfte aus deutschen Unternehmen, die von August bis September 2007 im Rahmen von telefonischen Interviews mithilfe eines standardisierten Fragebogens sowie in leitfadengestützten persönlichen Tiefeninterviews befragt wurden. Das Rating der Aussagen erfolgte aufgrund einer fünfstufigen Skala von „sehr gering“ bis „sehr hoch“.<sup>204</sup> Die Erfolgsfaktoren wurden im Rahmen des prozessorientierten Ansatzes herausgearbeitet, wobei es eine Unterscheidung in eine Vorbereitungs-, Durchführungs- und Nachbereitungsphase gab.<sup>205</sup>

Insgesamt zeigte sich, dass den Faktoren klare Strategie, Bestimmung kompetenter Führungskräfte, sorgfältige Prüfung des Zielunternehmens, klare Kommunikation und

---

<sup>202</sup> Vgl. Ungarath/Hoyningen-Huene (2005), S. 131f.

<sup>203</sup> Vgl. Furtner (2006), S. 166.

<sup>204</sup> Vgl. Deloitte (2007), S. 39f, Stand vom 05.11.2011.

<sup>205</sup> Vgl. Ebenda, S. 25.



Bindung von Schlüsselpersonal von den M&A Entscheidern eine besonders hohe Bedeutung beigemessen wird.<sup>206</sup> Mittels einer Korrelationsanalyse wurde überprüft, ob die genannten Faktoren auch tatsächlich für den Erfolg bzw. Misserfolg einer Transaktion ausschlaggebend sind. Folgende Faktoren erwiesen sich als signifikant für den Erfolg bzw. Misserfolg der Transaktion:<sup>207</sup>

- Kundenbindung,
- Bewältigung kultureller Unterschiede,
- Bindung von Schlüsselpersonal,
- Bestimmung kompetenter Führungskräfte,
- Integration interner Systeme.

Auf Basis dieser Analyse kann festgestellt werden, dass nur fünf der fünfzehn betrachteten Erfolgsfaktoren auch einen statisch signifikanten Einfluss auf M&A Transaktionen haben. Diese Kriterien liegen vor allem in der nachbereitenden Phase eines Deals. Weiters wurde ersichtlich, dass besonders diese Erfolgsfaktoren von den Befragten deutlich unterschätzt werden.<sup>208</sup>

– **KPMG (2008)**

Die Studie von KPMG beinhaltet über 160 Unternehmen aus den USA und Europa, wobei diese in zwei Gruppen aufgeteilt wurden. Die „M&A Champions“ waren jene Firmen, die in mehr als 75% der Fälle ihre erwarteten Synergien erreicht haben. Die „Less Successful Companies“ erzielten dies hingegen mit 75% oder weniger. Beide Gruppen wurden gebeten einen detaillierten Fragebogen über ihre organisatorischen Charakteristiken auszufüllen. Basierend auf diesen Ergebnissen erfolgten die Ausarbeitung der wichtigsten Unterschiede und die nähere Analyse mittels Interviews, Sekundärforschung und Projekterfahrungen von KPMG. Im Endeffekt konnten fünf Kriterien aufgedeckt werden, die nicht nur die M&A Champions von anderen Unternehmen unterschieden, sondern auch einen starken Einfluss auf den M&A Erfolg haben.<sup>209</sup>

---

<sup>206</sup> Vgl. Deloitte (2007), S. 28, Stand vom 05.11.2011.

<sup>207</sup> Vgl. Ebenda, S. 34f.

<sup>208</sup> Vgl. Ebenda, S. 34f.

<sup>209</sup> Vgl. KPMG (2008), S. 2.

### 1. Due Diligence

Ein wesentlicher Unterschied zwischen den M&A Champions und den weniger erfolgreichen Unternehmen ist die Durchführung der Due Diligence. Die erste Gruppe wählt grundsätzlich einen umfassenderen Ansatz, indem mehr Ressourcen herangezogen werden sowie eine genauere Analyse der Geschäftsrisiken erfolgt. Beispielsweise werden bei über 75% der M&A Champions (im Gegensatz zu 50% bei der zweiten Gruppe) Interviews mit den verschiedenen Stakeholdern geführt (Kunden, Lieferanten, Geschäftspartner etc.) um genauere Informationen über das Zielunternehmen zu erhalten. Weiters nehmen sie sich um 33% mehr Zeit für den Prozess als die weniger erfolgreichen Unternehmen.<sup>210</sup>

### 2. M&A Teams

Die Studie zeigte, dass M&A Champions vermehrt ihre M&A Teams in der Post-Deal-Phase einsetzen. Dabei analysieren sie die erwarteten Zahlen im Vergleich zu den tatsächlichen Ergebnissen und verfolgen den Fortschritt der Integration. Weiters überwachen sie fortlaufend die Entwicklung der abgeschlossenen Transaktion und erstellen darauf aufbauend einen Bericht. Somit stellen sie sicher, dass sie von den Fehlern in der Vergangenheit lernen und diese nicht wiederholen.<sup>211</sup>

### 3. Integrationsteam

Ein weiterer wichtiger Faktor ist die Integration der beiden Unternehmen und das jeweilige Integrationsteam. M&A Champions widmen der Integration durchschnittlich mehr Zeit und stellen auch mehr Mitarbeiter für diese Aufgabe bereit. Dabei werden diese Teammitglieder von ihren normalen Aufgabengebieten entbunden, damit sie sich intensiv und für eine gewisse Zeit ausschließlich mit der Integration beschäftigen können.

### 4. Post Merger Integrationsprozess

Im Integrationsprozess müssen die jeweiligen Interdependenzen zwischen den Integrationsteams berücksichtigt werden. Die M&A Champions sind der Überzeugung, dass jede Veränderung Auswirkungen auf andere Bereiche hat. Daher ist es wichtig, dass die jeweiligen Integrationsteams nicht isoliert arbeiten, sondern in Zusammenarbeit mit den anderen Teams agieren.<sup>212</sup>

---

<sup>210</sup> Vgl. KPMG (2008), S. 3f, Stand vom 05.11.2011.

<sup>211</sup> Vgl. Ebenda, S. 6f.

<sup>212</sup> Vgl. KPMG (2008), S. 10, Stand vom 05.11.2011.

## 5. Stabilisierung der Organisation

Unterschiede zwischen den beiden Gruppen wurden auch im Rahmen der Stabilisierung der Organisation entdeckt. M&A Champions sind sich den Auswirkungen der Transaktion auf die Stakeholder bewusst und verwenden daher mehr Ressourcen für die Vermeidung von Betriebsstörungen. Damit erreichen sie die Kontrolle über das neu erworbene Unternehmen 33% schneller als die weniger erfolgreiche Gruppe. Die Studie zeigte, dass eine fehlende rasche Stabilisierung der Organisation wesentliche Konsequenzen haben können. Beispielsweise bringen diese Integrationsprobleme Umsatzeinbußen bis zu 15% mit sich und lösen eine Abwanderung der Mitarbeiter in Höhe von 19% aus.<sup>213</sup>

### – A.T. Kearney (2008)

Die Studie von A.T. Kearney umfasst 175 Fusionen, die von 2000 bis 2003 stattgefunden haben. Es wurden dabei Interviews mit den Integrationsmanagern der jeweiligen Unternehmen sowie mit M&A Experten geführt, um die Ergebnisse validieren zu können. Zusätzlich analysierten sie die finanziellen Daten der letzten sechs Jahren, wobei die Kennzahlen Marktkapitalisierung, Umsatz und EBIT drei Jahre nach der Transaktionen mit den fiktiven Zahlen, wenn die Unternehmen nicht fusioniert hätten, verglichen wurden. Somit konnte eruiert werden, ob Synergien durch die Transaktion realisiert wurden, ob es eine Steigerung des Shareholder Value gab und wie sich die Ertrags- und Kostenlage entwickelt hat. Die Unternehmen wurden dann mittels ihrer Performance in zwei Kategorien eingeteilt und somit konnten auf Basis der erfolgreicherer Gruppe die speziellen Erfolgsfaktoren in der Integrationsphase herausgearbeitet werden.<sup>214</sup>

A.T. Kearney klassifizierte die jeweiligen Fusionen nach ihrer Art des Zusammenschlusses, wobei über 75% der Stichprobe durch eine horizontale Integration von direkten Konkurrenten in derselben Region gekennzeichnet waren. Aus diesem Grund werden nachfolgend die speziellen Erfolgsfaktoren für diese Fusionen dargestellt, die folgendermaßen klassifiziert wurden:<sup>215</sup>

+ +: sehr wichtig

+: wichtig

---

<sup>213</sup> Vgl. Ebenda, S. 12.

<sup>214</sup> Vgl. A.T. Kearney (2008), S. 7, Stand vom 05.11.2011.

<sup>215</sup> Vgl. Ebenda, S. 9.

Erfolgsfaktoren		Bedeutung
<b>Strategie</b>	Klare Strategie	++
<b>Führung</b>	Führungsverhalten	++
	Neues Management und Organisation	++
	Adäquater Einsatz von Ressourcen	++
<b>Veränderung</b>	Interne Kommunikation	++
	Externe Kommunikation	++
	Beachtung von kulturellen Unterschieden	+
<b>Integrationsmanagement</b>	Professionelles Integrationsmanagement	++
	Zeitspanne für Planung und Vorbereitung	++
	Integrationsansatz	++
<b>Wertgenerierung</b>	Risk Management: Schlüsselkräfte binden	+
	Risk Management: Kundenbindung	++
	Synergien: Economies of Scale	++
	Synergien: Integration der Wertschöpfungskette	+
	Synergien: Optimales Produkt- und Markenportfolio	++
	Synergien: Vereinheitlichung von Verfahren und Prozessen	+

**Tabelle 13: Erfolgsfaktoren gemessen an ihrer Bedeutung**

**Quelle: A.T. Kearney, 2008, S. 9, Stand vom 05.11.2011.**

Viele dieser Kriterien, wie Strategie und Führungsverhalten, sind wichtige Schlüsselfaktoren, die immer beachtet werden müssen. Im Rahmen der Organisationsveränderung ist wesentlich, dass diese bereits in einem früher Stadium festgelegt sowie auch ausreichend den Mitarbeitern kommuniziert werden. Die Vorteilhaftigkeit der Fusion muss auch ausreichend den Kunden, Aktionären und Lieferanten mitgeteilt werden, damit diese auch weiterhin Stakeholder des Unternehmens bleiben. Als letzter Schritt steht die kontinuierliche Umsetzung der Integration mittels eines professionellen Teams, um die erwarteten Synergien auch tatsächlich realisieren zu können.<sup>216</sup>

---

<sup>216</sup> Vgl. A.T. Kearney (2008), S. 10f, Stand vom 05.11.2011.

– **KPMG (2010)**

Diese Untersuchung analysierte Börsenkursentwicklung von weltweiten Unternehmen, die zwischen 2002 und 2006 eine M&A Transaktion durchführten. Basierend auf den ergebenden Renditen wurden zahlreiche Faktoren untersucht, die möglicherweise für den Erfolg einer Transaktion ausschlaggebend sind. Im Endeffekt haben sich folgende Kriterien herauskristallisiert, die einen signifikanten positiven Einfluss auf dem M&A Erfolg haben.<sup>217</sup>

1. Finanzierungsform

Transaktionen, die ausschließlich mit Cash finanziert wurden, zeigten eine Rendite von 1% nach einem Jahr und 2,9% nach zwei Jahren. Im Gegensatz dazu waren bei so genannten Stock Deals die Renditen immer negativ. Die Resultate bestätigen auch die vorhergehende Studie von KPMG, die Transaktionen zwischen 2000 und 2004 untersuchte. Es zeigt sich somit, dass Cash Deals signifikante höhere Renditen erwirtschaften als Stock Deals. Dies könnte sich vor allem dadurch erklären lassen, dass Unternehmen die einen Aktientausch bevorzugen, diese Finanzierungsform als „billiger“ ansehen als Bargeld zu zahlen. Der Fall tritt vor allem dann ein, wenn das Management die eigenen Aktien für überbewertet hält.<sup>218</sup>

2. Price-Earnings-Ratio (P/E Ratio)

Die Studie zeigte, dass Unternehmen mit niedrigen P/E Ratios tendenziell erfolgreicher sind als jene mit hohen P/E Ratios. Dieses Ergebnis wird auf folgende Umstände zurückgeführt:

- Diese Unternehmen sind weniger gefährdet riskante Deals einzugehen, da ihre Aktien relativ gesehen unterbewertet sind.
- Dagegen werden Unternehmen mit hohen P/E Ratios Schwierigkeiten haben ihren Wert nach der Transaktion zu steigern – vor allem wenn ihr P/E Ratio wieder zum Branchendurchschnitt fällt.

3. Anzahl der Transaktionen

Während die Durchführung von einigen Transaktionen während eines Jahres die Erfahrung und somit den Erfolg der Unternehmen steigern kann, können zu viele Deals auch kontraproduktiv sein. Die Studie zeigte, dass bei Käufen von sechs bis zehn Zielunternehmen die Rendite nach einem Jahr -14,4% und nach zwei Jahren -18,5%

---

<sup>217</sup> Vgl. KPMG (2010), S. 2, Stand vom 05.11.2011.

<sup>218</sup> Vgl. Ebenda, S. 3.

betrug. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen bei einer begrenzten Anzahl von Transaktionen die Integration mit Hilfe der dafür notwendigen Ressourcen einfacher umsetzen können.<sup>219</sup>

---

<sup>219</sup> Vgl. KPMG (2010), S. 6, Stand vom 05.11.2011.

### **4.2.3 Conlusio**

Wie die Analyse der empirischen Studie zeigt, werden viele der genannten Erfolgsfaktoren auch in der Literatur als wichtig erachtet. Dennoch konnten auch in einigen Bereichen unterschiedliche Ergebnisse beobachtet werden. Weiters wurde bei diesen Untersuchungen ersichtlich, dass die subjektiven Einschätzungen des Managements des Öfteren nicht mit denen der statistischen Analysen einhergingen. Gleich zu Beginn muss gesagt werden, dass es grundsätzlich keine universellen Erfolgsfaktoren gibt. Der Grund dafür ist, dass jede Transaktion so spezifisch und einzigartig ist, dass bei jedem Kauf bzw. bei jeder Fusion individuelle Faktoren ausschlaggebend für den Erfolg oder Misserfolg sind. Dennoch haben sich in den letzten Jahrzehnten gewisse Kriterien herausgebildet, die signifikant mit der Erfolgsquote in Verbindung stehen. Besonders durch den prozessorientierten Ansatz lassen sich einige Handlungsempfehlungen ableiten, die einen positiven Einfluss auf den Ausgang der Transaktion haben. Zusätzlich lässt sich in der Praxis erkennen, dass das Nichtbeachten einiger Faktoren ein hohes Misserfolgsrisiko mit sich bringt.

Zu Beginn jeder erfolgreichen Transaktion steht die klare und genaue Festlegung der eigenen Vision und Strategie. Nur so kann sichergestellt werden, dass Targets ausgewählt werden, die im Einklang mit dem Käuferunternehmen stehen. Weiters ist eine detaillierte Planung notwendig – angefangen von der Transaktionsabwicklung bis hin zur Integration. Auch wenn während des Prozesses öfters Anpassungen notwendig werden, sollten die Eckpfeiler eindeutig definiert sein. Besonders in den empirischen Studien zeigte sich die Wichtigkeit des Managements während und nach Durchführung der Transaktion. Ohne eine klar festgelegte und kompetente Führungsebene ist der ganze Deal zum Scheitern verurteilt. Weiters ergaben die Untersuchungen, dass eine genaue Analyse des Zielunternehmens unerlässlich ist. Denn nur damit können etwaige Risikopotentiale identifiziert und Lösungen dafür gefunden werden. Die Ergebnisse der Due Diligence Prüfung sind auch für alle nachfolgenden Phasen wichtig, angefangen von der Vertragsgestaltung bis hin zur Integration.

Während des ganzen Transaktionsprozesses darf die interne und externe Kommunikation nicht vergessen werden. Es muss für alle Stakeholder des Unternehmens klar und deutlich werden, welche Vorteile der Unternehmenskauf oder die Fusion mit sich bringen. Ansonsten besteht die Gefahr, dass Kunden, Lieferanten oder Mitarbeiter zukünftig nicht mehr Teil des Unternehmens(umfeld) sind. Vor allem die Bindung von Mitarbeitern, besonders die der Schlüsselkräfte, steht im Vordergrund

dieser Betrachtungen. In der Praxis zeigte sich in der Vergangenheit, dass die Fluktuation bei Unternehmen, die bei einer M&A Transaktion beteiligt waren, wesentlich stieg. Gerade bei wichtigen Soft Keys muss dabei immer die Unternehmenskulturen der beiden Vertragsparteien beachtet werden.

Am Ende jedes Deals steht die Integration der Unternehmen. Dieser Faktor wird einhellig von der Literatur und den empirischen Studien als einer der wichtigsten bezeichnet. Der Grund dafür ist, dass nach Abschluss der Transaktion, der M&A Prozess noch lange nicht abgeschlossen ist. In der letzten Phase muss sichergestellt werden, dass die Ziele, die im Vorfeld als Gründe für den Unternehmenskauf oder die Fusion genannt wurden, auch tatsächlich erreicht werden. Dabei sollte ein Integrationsteam festgelegt werden, das einerseits die Evaluierung der Transaktion vornehmen sollte und andererseits auf die Einhaltung der wichtigsten Integrationssschritte achten sollte.

Im Rahmen der Integration darf die Bedeutsamkeit der jeweiligen Unternehmenskulturen nicht unterschätzt werden. Die vorgestellten Studien haben gezeigt, dass der Berücksichtigung von kulturellen Differenzen in der Praxis zu wenig Beachtung geschenkt wird. Auch wenn die vorangegangenen Prozessschritte sorgfältig geplant und durchgeführt wurden, kann dies dazu führen, dass die Transaktion letztendlich im Misserfolg endet. Aus diesem Grund sind die Bewältigung von kulturellen Ungleichheiten und die Anpassung der beiden Strukturen essentiell. Es muss jedoch immer beachtet werden, dass die Zusammenführung von zwei Kulturen eine schwierige Angelegenheit ist, die eine genaue Planung erforderlich macht.

Zusammenfassend kann somit gesagt werden, dass es zwar keine immer gültigen Erfolgsfaktoren in der M&A Praxis gibt, dennoch haben die genannten Faktoren bei den meisten Deals in der Regel eine positive Wirkung auf den Erfolg der Transaktion. Je nach Ausgestaltung des Unternehmenskaufes oder der Fusion können die Kriterien wichtiger oder weniger bedeutend sein. Ausschlaggebend sind immer die klare Definition der zu erreichenden Ziele und ihre dementsprechende Kommunikation. Denn nur so kann sichergestellt werden, dass während des ganzen Prozesses und auch danach die entsprechenden Schritte eingeleitet werden, die im Endeffekt in einem erfolgreichen M&A Deal enden.



## 5. Steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten

Im Rahmen von M&A Transaktionen stehen steuerliche Aspekte zunächst nicht im Vordergrund der Betrachtung. Dennoch sind neben zahlreichen zivil-, unternehmens- und gesellschaftsrechtlichen Faktoren auch steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten bei der konkreten Ausgestaltung der Transaktionsstruktur maßgeblich. Die steuerlichen Konsequenzen, sowohl auf Käufer- als auch auf Verkäuferseite, sollten dabei bereits in einer möglichst frühen Phase analysiert werden, da sich für beide Parteien oft recht unterschiedliche Optimierungsziele ergeben können. Zumeist bedeuten steuerliche Vorteile des Verkäufers entsprechende Nachteile für den Käufer und umgekehrt. Dieser potentielle Interessenkonflikt muss bei der Strukturierung der Transaktion berücksichtigt werden, um für alle Parteien eine optimale Lösung zu finden.<sup>220</sup>

Im folgenden Kapitel werden daher die wichtigsten steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten erörtert, wobei bei Unternehmenskäufen zwischen Asset und Share Deal unterschieden wird. Die unterschiedlichen steuerlichen Folgen werden dabei jeweils für natürliche Personen und juristische Personen (Kapitalgesellschaften) analysiert. Im Rahmen von Fusionen werden einerseits die Vorschriften des Aktiengesetzes zu Verschmelzungen und andererseits die Anwendung des Umgründungssteuerrechts erläutert.

### 5.1 Unternehmenskäufe

Im Rahmen von Unternehmenskäufen muss zunächst zwischen Personen- und Kapitalgesellschaften unterschieden werden, da sie ertragsteuerrechtlich unterschiedlich behandelt werden. Da Kapitalgesellschaften eigene Steuersubjekte darstellen, wird das Vermögen und Einkommen der Gesellschaft zugerechnet. Das von ihnen erwirtschaftete Einkommen unterliegt der Körperschaftsteuer, wobei im Körperschaftsteuerrecht das Trennungsprinzip gilt. Dies bedeutet, dass die Körperschaft und deren Anteilseigner jeweils als eigene Ertragsteuersubjekte zu betrachten sind.<sup>221</sup> Im Gegensatz dazu sind Personengesellschaften, wie die Offene Gesellschaft oder die Kommanditgesellschaft, keine eigenen Ertragsteuersubjekte. Im Allgemeinen gilt bei diesen Unternehmensformen ertragsteuerlich gesehen das

---

<sup>220</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 135.

<sup>221</sup> Vgl. Doralt/Ruppe (2007), S. 289.

Transparenzprinzip, das besagt, dass Gewinne und Verluste anteilig den Gesellschaftern zugerechnet werden.<sup>222</sup>

### **5.1.1 Asset Deal**

Der so genannte Asset Deal ist dadurch klassifiziert, dass steuerrechtlich die einzelnen Wirtschaftsgüter, wie etwa gewerbliche Schutzrechte, Anlagevermögen, Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, Warenvorräte, Vertragsbeziehungen, Forderungen und Verbindlichkeiten erworben werden.<sup>223</sup> Beachtet werden muss weiters, dass der Kauf von Anteilen an Personengesellschaften zwar grundsätzlich als Share Deal einzustufen ist, die ertragsteuerliche Behandlung entspricht jedoch jener des Asset Deals. Daher werden nachfolgend solche Transaktionen, die Mitunternehmeranteile an Personengesellschaften beinhalten, unter dem Asset Deal subsumiert.<sup>224</sup>

#### **5.1.1.1 Ertragsteuerliche Folgen für den Verkäufer**

Die ertragsteuerlichen Folgen des Verkaufes eines Unternehmens im Wege des Asset Deals hängen von der jeweiligen Rechtsform des Verkäufers ab. Dabei muss unterschieden werden ob es sich beim Verkäufer um eine natürliche Person oder juristische Person handelt, also, ob der Verkäufer mit seinem Einkommen der Einkommen- oder Körperschaftsteuer unterliegt.<sup>225</sup>

##### **– Natürliche Person**

Zentrale Bestimmungen für die ertragsteuerliche Behandlung von Gewinnen aus der Veräußerung von Betrieben bei natürlichen Personen finden sich in § 24 Einkommensteuergesetz (EStG)<sup>226</sup>. Gemäß dieser gesetzlichen Regelung werden unter Veräußerungsgewinnen Gewinne verstanden, die bei der Veräußerung eines ganzen Betriebes, eines Teilbetriebes oder eines Mitunternehmeranteils erzielt werden. Die Ermittlung des Veräußerungsgewinnes erfolgt nach den Vorschriften des § 24 Abs 2 EStG, indem die Differenz zwischen dem Veräußerungserlös nach Abzug der Veräußerungskosten und dem steuerlichen Buchwert des veräußerten Betriebes, Teilbetriebes oder dem steuerlichen Kapital des Mitunternehmeranteils.

---

<sup>222</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 136.

<sup>223</sup> Vgl. Chalupsky/Schmidsberger (2001), S. 144f.

<sup>224</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 136f.

<sup>225</sup> Vgl. Leitner/Trinkl (2001), S. 317.

<sup>226</sup> Einkommensteuergesetz 1988 (EStG) (BGBl. Nr. 400/1988) idF: BGBl. I Nr. 77/2011.

Weiters gibt es beim Asset Deal, bei dem eine natürliche Person Verkäufer ist, gewisse Steuerbegünstigungen. Gemäß § 24 Abs 4 EStG steht dem Steuerpflichtigen bei der Veräußerung des ganzen Betriebes ein Freibetrag in Höhe von 7.300 Euro, der für jeden einzelnen Betrieb gilt. Bei der Veräußerung eines Teilbetriebes steht jener Anteil von 7.300 Euro zu, der dem (tatsächlichen) Anteil des Teilbetriebes am gesamten Betriebsvermögen (nach dem Verhältnis der Teilwerte, hilfsweise dem der Buchwerte) entspricht. Wenn ein Mitunternehmeranteil verkauft wird ergibt sich der entsprechende Anteil aus dem Verhältnis der vertraglichen Kapitalbeteiligung (Verhältnis des Kapitalkontos des ausscheidenden Gesellschafters zur Summe der Kapitalkonten).<sup>227</sup>

Alternativ dazu kann gemäß § 37 Abs 2 EStG eine gleichmäßige Verteilung des Veräußerungsgewinnes über drei Jahre auf Antrag des Steuerpflichtigen erfolgen. Voraussetzung dafür ist, dass seit der Eröffnung des Betriebes oder dem letzten entgeltlichen Erwerbsvorgang mindestens sieben Jahre verstrichen sind. Eine Sonderregelung beinhaltet § 37 Abs 5 EStG, bei der der Veräußerungsgewinn nur mit dem halben Einkommensteuerschnittsatz besteuert wird. Dies steht dem Verkäufer jedoch nur dann zu, wenn er seinen Betrieb infolge von Tod, Erwerbsunfähigkeit oder nach Vollendung des 60. Lebensjahres in Verbindung mit der Einstellung der Erwerbstätigkeit veräußert. Auch hier ist die Siebenjahresfrist zu beachten.

Beim Verkäufer können bestehende Verlustvorträge mit den Gewinnen aus der Veräußerung von Betrieben, Teilbetrieben und Mitunternehmeranteilen verrechnet werden. Die grundsätzliche 75%ige Verlustvortrags- bzw. Verrechnungsobergrenze des § 2 Abs 2b Z 1 und 2 EStG ist bei solchen Veräußerungsgewinnen jedoch gemäß § 2 Abs 2b Z 3 EStG nicht anzuwenden.

#### – Juristische Person

Juristische Personen des privaten Rechts, also insbesondere Kapitalgesellschaften, sind gemäß § 1 KStG körperschaftsteuerpflichtig, wobei der 25%ige Steuersatz anzuwenden ist. Bei der Ermittlung des Veräußerungsgewinnes verweist Rz 294 Körperschaftsrichtlinien (KStR)<sup>228</sup> auf die Bestimmungen des § 24 EStG. Weiters gilt auch für Körperschaften die Verlustvortrags- bzw. Verrechnungsobergrenze nicht und somit können die Gewinne aus der Veräußerung uneingeschränkt mit den

---

<sup>227</sup> EStR 2000, Rz 5691.

<sup>228</sup> Körperschaftsteuerrichtlinien 2001 (KStR) (GZ 06 5004/11-IV/6/01) idF: GZ BMF-010216/0016-VI/6/2010.

Verlustvorträgen verrechnet werden. Der Unterschied zu natürlichen Personen ist, dass der Veräußerungsgewinn für Körperschaften zum laufenden Gewinn zählt.<sup>229</sup> Weiters wird in Rz 1411 KStR festgehalten, dass der Freibetrag gemäß § 24 Abs 4 EStG nicht auf Körperschaften des § 7 Abs 3 KStG anzuwenden ist. Zusätzlich gibt es für Körperschaften keine tariflichen Begünstigungsvorschriften gemäß § 37 EStG.

### **5.1.1.2 Ertragsteuerliche Folgen für den Käufer**

Auf der Käuferseite muss im Rahmen eines Asset Deals nicht zwischen den verschiedenen Rechtsformen unterschieden werden, da die ertragsteuerlichen Folgen ident sind.<sup>230</sup>

Maßgeblich für die Bewertung der erworbenen Wirtschaftsgüter sind das EStG und die Einkommensteuerrichtlinien (EStR)<sup>231</sup>. Gemäß § 6 Z 8 lit b EStG sind bei einem entgeltlichen Erwerb eines Betriebes die einzelnen Wirtschaftsgüter mit den Anschaffungskosten anzusetzen. Die Finanzverwaltung hat zusätzlich in Rz 2524 EStR nähere Bestimmungen zu der Aufteilung des Kaufpreises auf die Vermögensgegenstände angeführt. Demnach sollen bei einem Asset Deal die Gesamtanschaffungskosten (Anschaffungskosten einschließlich Anschaffungsnebenkosten) auf die erworbenen Wirtschaftsgüter nach objektiven Wertregeln und sachverständig aufgeteilt werden, wobei es weder auf die durch den Veräußerer vorgenommene Aufteilung des erzielten Erlöses auf die Einzelwirtschaftsgüter noch auf eine vertraglich im Veräußerungsgeschäft vereinbarte Wertzuordnung ankommt. Gemäß Rz 2525 EStR soll zuerst eine Bewertung aller Wirtschaftsgüter erfolgen, wobei ein Firmenwert nur dann anzusetzen ist, wenn der Kaufpreis die tatsächlichen Werte der einzelnen Vermögensgegenstände übersteigt.

Durch diese Vorgehensweise werden auf Seiten des Käufers stille Reserven in den erworbenen Wirtschaftsgütern und ein allfälliger Firmenwert aufgedeckt. Somit werden diese Vermögenswerte – soweit es sich um abnutzbare Anlagegüter handelt – einer laufenden steuerlichen Absetzung zugänglich.<sup>232</sup> Die stillen Reserven werden gemäß § 7 Abs 1 EStG linear auf die betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer abgeschrieben. § 8 Abs 3 EStG regelt die Abschreibung des Firmenwertes bei land- und

---

<sup>229</sup> KStR 2001, Rz 343.

<sup>230</sup> Vgl. Wilplinger (2007), S. 35.

<sup>231</sup> Einkommensteuerrichtlinien 2000 (EStR) (GZ 06 0104/9-IV/6/00) idF: GZ BMF-010203/0048-VI/6/2011,

<sup>232</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 155.

forstwirtschaftlichen Betrieben und bei Gewerbebetrieben, wobei dieser gleichmäßig auf fünfzehn Jahre zu verteilen ist.

Im Falle einer (teilweisen) Fremdfinanzierung des Kaufpreises im Rahmen eines Asset Deals sind die damit zusammenhängenden Zinsen steuerlich abzugsfähig. Weiters können auch sonstige Finanzierungskosten, wie etwa Bearbeitungs- oder Kreditgebühren als Sonderbetriebsausgabe abgesetzt werden.<sup>233</sup> Ein Nachteil des Asset Deals ist die fehlende Verwertung von zum Zeitpunkt des Unternehmenskaufes beim Verkäufer vorhandener steuerlicher Verlustvorträge. Diese gehen somit nicht auf den Rechtsnachfolger über, jedoch können bestehende Verlustvorträge mit dem Veräußerungsgewinn verrechnet werden und reduzieren somit die Ertragssteuerbelastung des Verkaufes.<sup>234</sup>

### **5.1.1.3 Sonstige steuerlichen Folgen**

Neben der ertragsteuerlichen Betrachtung sind auch etwaige Verkehrsteuern und Gebühren zu beachten. Werden beim Asset Deal inländische Grundstücke erworben, fällt die Grunderwerbsteuer in Höhe von 3,5% des Entgeltes an. Zusätzlich ist für die Eintragung ins Grundbuch eine Gebühr in Höhe von 1% vom Entgelt zu leisten.<sup>235</sup> Bei einer Übertragung von Forderungen unterliegen die dafür notwendigen Zessionen gemäß § 33 TP 21 Gebührengesetz (GebG)<sup>236</sup> einer Gebühr in Höhe von 0,8% des Entgelts.

Vor dem Budgetbegleitgesetz 2011 (BBG)<sup>237</sup> unterlagen Darlehensverträge gemäß § 33 TP 8 GebG einer Rechtsgeschäftsgebühr in Höhe von 0,8% vom Wert der dargeliehenen Sache (in der Regel des Darlehennominalbetrages). Weiters regelte § 33 TP 19 GebG, dass der Abschluss eines Kreditvertrages einer Gebühr in Höhe von 0,8% der vereinbarten Kreditsumme (bei einer Kreditdauer von bis zu fünf Jahren) bzw. 1,5% (bei längerer Kreditdauer) auslöst. Dabei war für das Entstehen der Gebührenschuld gemäß § 15 GebG die Errichtung einer Urkunde Voraussetzungen. Mündlich abgeschlossene Darlehens- oder Kreditverträge unterlagen daher im Allgemeinen keiner Gebühr. Diese beiden Regelungen zu Darlehens- und

---

<sup>233</sup> Vgl. Trenkwalder/Waitz-Ramsauer (2007), S. 254.

<sup>234</sup> Vgl. Tschuschnig (2007), S. 282f.

<sup>235</sup> Vgl. Wilplinger (2007), S. 43.

<sup>236</sup> Gebührengesetz 1957 (GebG) (BGBl. Nr. 267/1957) idF: BGBl. I Nr. 76/2011.

<sup>237</sup> Budgetbegleitgesetz 2011 (BBG), veröffentlicht am 30.12.2010 im Bundesgesetzblatt Nr. 111/2010.

Kreditverträgen wurden mit dem BBG 2011 aufgehoben und somit unterliegen diese Geschäfte ab dem 01.01.2011 keiner Rechtsgeschäftsgebühr mehr.

Umsatzsteuerrechtlich gesehen ist die entgeltliche Übertragung eines Betriebes bei Vorliegen der allgemeinen Voraussetzungen des § 1 Umsatzsteuergesetz (UStG)<sup>238</sup> steuerbar. Gemäß § 4 Abs 7 UStG wird der Asset Deal als ein Bündel von Leistungen angesehen, wodurch auf die Übertragung der einzelnen Aktivposten die Steuersätze und Befreiungen angewendet werden, die für die einzelnen Gegenstände oder Rechte gelten.

### **5.1.2 Share Deal**

Im Gegensatz zum Asset Deal wird beim Share Deal das Unternehmen durch die Übertragung der Gesellschaftsanteile des Rechtsträgers verkauft. Damit bleibt der Unternehmensträger unverändert, da es lediglich zu einer Änderung der Gesellschafter kommt.<sup>239</sup> Steuerrechtlich gesehen wird ein Unternehmenskauf nur dann als Share Deal klassifiziert wenn Anteile an einer Kapitalgesellschaft erworben werden.<sup>240</sup>

#### **5.1.2.1 Ertragsteuerliche Folgen für den Verkäufer**

Wie schon beim Asset Deal muss auch beim Share Deal auf Seiten des Verkäufers zwischen natürlichen und juristischen Personen unterschieden werden. Wesentlich ist die Differenzierung wiederum hinsichtlich der Anwendung des Einkommens- bzw. Körperschaftsteuergesetz. Zusätzlich wird bei natürlichen Personen aus ertragsteuerlicher Sicht eine Abgrenzung von im Privatvermögen befindlichen Beteiligungen und von betrieblich gehaltenen Anteilen vorgenommen.<sup>241</sup>

##### **– Natürliche Person**

Die gesetzlichen Vorschriften bezüglich der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften bei natürlichen Personen haben sich mit dem BBG 2011 wesentlich geändert, wobei das Abgabenänderungsgesetz 2011 (AbgÄG 2011) das Inkrafttreten vom geplanten 01.10.2011 auf den 01.04.2012 verschoben hat. Nachfolgend werden zuerst die derzeit geltenden Bestimmungen erläutert und danach

---

<sup>238</sup> Umsatzsteuergesetz 1994 (UStG) (BGBl. Nr. 663/1994) idF: BGBl. I Nr. 76/2011.

<sup>239</sup> Vgl. Vogel (2002), S. 158f.

<sup>240</sup> Vgl. Wilplinger (2007), S. 60.

<sup>241</sup> Vgl. Leitner/Trinkl (2001), S. 320.

wird kurz auf die wichtigsten Änderungen im Sinne des (iSd) BBG 2011 eingegangen.<sup>242</sup>

Wenn eine natürliche Person im steuerlichen Privatvermögen gehaltene Beteiligung veräußert, ist zwischen folgenden Tatbeständen zu unterscheiden:<sup>243</sup>

- Spekulationseinkünfte gemäß § 30 EStG: Wird die Beteiligung innerhalb der einjährigen Spekulationsfrist veräußert, wird der erzielte Veräußerungsüberschuss mit dem vollen Einkommensteuersatz versteuert. Ein etwaiger Verlust ist nur mit anderen Spekulationseinkünften ausgleichsfähig und nicht vortragsfähig.
- Einkünfte gemäß § 31 EStG: Wenn der Verkäufer an der Kapitalgesellschaft in den letzten fünf Jahren zu mindestens 1% beteiligt war, wird der Veräußerungsüberschuss gemäß § 37 Abs 1 EStG mit dem halben Durchschnittssteuersatz versteuert. Auch hier ist ein Verlust nur mit anderen Einkünften aus der Veräußerung von Beteiligungen ausgleichsfähig und nicht vortragsfähig.
- Wird die Beteiligung nach Ablauf der einjährigen Spekulationsfrist veräußert und war der Verkäufer innerhalb der letzten fünf Jahren zu weniger als 1% an der Kapitalgesellschaft beteiligt, ist der Veräußerungsgewinn steuerfrei.

Gemäß § 30 Abs 4 und § 31 Abs 3 EStG wird die Höhe der zu versteuernden Einkünfte als Differenz zwischen dem Veräußerungserlös und den Anschaffungskosten unter Abzug von Werbungskosten ermittelt. Als Werbungskosten iSd § 30 Abs 4 EStG 1988 können jedenfalls solche Aufwendungen geltend gemacht werden, die unmittelbar durch das Veräußerungsgeschäft selbst verursacht sind, wie beispielsweise die Kosten für Zeitungsanzeigen, Vermittlungsprovisionen, Vertragserrichtungskosten, vom Verkäufer übernommene, auf dem Veräußerungsvorgang und dessen Verwirklichung (zB Eintragung im Grundbuch) beruhende Steuern und Gebühren.<sup>244</sup>

Im Gegensatz dazu sind Veräußerungsgewinne von betrieblich gehaltenen Beteiligungen unabhängig vom Ausmaß der Beteiligung steuerpflichtig. Sofern der Verkauf der Anteile innerhalb eines Jahres ab Anschaffung stattfindet, unterliegt der

---

<sup>242</sup> Budgetbegleitgesetz 2011 (BBG), veröffentlicht am 30.12.2010 im Bundesgesetzblatt Nr. 111/2010 und Abgabenänderungsgesetz 2011 (AbgÄG), veröffentlicht am 01.08.2011 im Bundesgesetzblatt Nr. 76/2011.

<sup>243</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 146.

<sup>244</sup> EStR 2000, Rz 6661.

damit erzielte Gewinn dem progressiven Einkommensteuersatz.<sup>245</sup> Beträgt der Zeitraum zwischen Anschaffung und Beteiligungsveräußerung mehr als ein Jahr ist die Begünstigungsbestimmung des § 37 Abs 1 in Verbindung mit Abs 4 Z 2 lit a EStG anzuwenden, wonach der Veräußerungsgewinn mit dem Hälfteuersatz zu versteuern ist.

Mit dem BBG 2011 und dem AbgÄG 2011 werden die unterschiedlichen Regelungen zwischen Betriebs- und Privatvermögen weitestgehend abgeschafft. Grundsätzlich werden ab 01.04.2012 alle Veräußerungsgewinne von Beteiligungen, die nach dem 31.12.2010 angeschafft wurden – unabhängig von der Behaltdauer – der Vermögenszuwachsbesteuerung unterworfen. Die Bestimmungen der §§ 30 und 31 EStG gelten somit nicht mehr für Beteiligungsveräußerungen, wobei § 31 EStG vollkommen gestrichen wurde. Weitere Änderungen bestehen im Bezug auf den Steuersatz, da zukünftig die erzielten Veräußerungsgewinne – sowohl im Privatvermögen als auch im Betriebsvermögen – mit 25% besteuert werden.

Bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage wird künftig zwischen Beteiligungen im Betriebs- und Privatvermögen unterschieden. Im Betriebsvermögen werden die Einkünfte weiterhin als Differenzbetrag zwischen Veräußerungserlös und Anschaffungskosten unter Berücksichtigung etwaigen Anschaffungsnebenkosten berechnet. Hingegen ist die Ansetzung von diesen Nebenkosten im Privatvermögen ausgeschlossen.<sup>246</sup>

#### – **Juristische Person**

Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungen an inländischen Kapitalgesellschaften unterliegen unabhängig vom Beteiligungsausmaß und der Behaltdauer der 25%igen Körperschaftsteuer (KÖSt). Eine Ausnahme besteht lediglich für Veräußerungsgewinne aus internationalen Schachtelbeteiligungen gemäß § 10 Abs 3 KStG, da diese grundsätzlich steuerneutral sind. Dabei müssen jedoch folgende Voraussetzungen erfüllt sein:

- Die ausländische Gesellschaft ist mit einer inländischen Kapitalgesellschaft vergleichbar,
- Die Beteiligung wird in Form von Kapitalanteilen (Aktien, GmbH-Anteilen) gehalten,

---

<sup>245</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 145.

<sup>246</sup> Vgl. Rohn (2011), S. 9.



- Das Beteiligungsausmaß beträgt unmittelbar oder mittelbar mindestens 10%,
- Die Beteiligung wird während eines ununterbrochenen Zeitraums von einem Jahr gehalten.

### **5.1.2.2 Ertragsteuerliche Folgen für den Käufer**

Wie bereits einführend erwähnt, werden bei einem Share Deal lediglich die Gesellschaftsanteile veräußert und berührt somit die Kapitalgesellschaft an sich nicht. Dies bedeutet, dass die Buchwerte der Gesellschaft weitergeführt werden und die Steuerlatenz der stillen Reserven sowie des Firmenwertes bestehen bleibt. Im Gegensatz zum Asset Deal verbleiben beim Share Deal die bestehenden Verlustvorträge in der Kapitalgesellschaft erhalten. Dennoch ist hierzu die Mantelkaufbestimmung des § 8 Abs 4 Z 2 KStG zu beachten. Der Verlustabzug steht demzufolge ab jenem Zeitpunkt nicht mehr zu, ab dem die Identität des Steuerpflichtigen infolge einer wesentlichen Änderung der organisatorischen und wirtschaftlichen Struktur im Zusammenhang mit einer wesentlichen Änderung der Gesellschafterstruktur auf entgeltlicher Grundlage nach dem Gesamtbild der Verhältnisse nicht mehr gegeben ist. Gemäß Rz 1182 KStR ist eine wesentliche Änderung der Gesellschafterstruktur bei einem Wechsel von mehr als 75% der Anteile gegeben. Rz 1181 KStR definiert die Änderung der wirtschaftlichen Struktur als Änderung der aus Vermögen und Tätigkeit gebildeten wirtschaftlichen Einheit der Gesellschaft. Die organisatorische Änderung liegt gemäß Rz 1180 KStR dann vor, wenn die Leitungs- und Verwaltungsfunktionen einer Gesellschaft wesentlich geändert werden.

#### **– Natürliche Person**

Erwirbt eine natürliche Person eine Kapitalgesellschaft im Betriebsvermögen, wird die erworbene Beteiligung gemäß § 6 Z 2 lit a EStG mit ihren Anschaffungskosten in der Bilanz des Käufers aktiviert. Die Anschaffungskosten der Beteiligung werden in Rz 2239 EStR näher beschrieben, wobei neben dem Kaufpreis auch Nebenkosten wie Gründungskosten, Provisionen, Vertragserichtungskosten sowie eine allfällige Grunderwerbsteuer relevant sind.

Wenn hingegen der Kauf eines Anteils an einer Kapitalgesellschaft im Privatvermögen stattfindet, kommt es zu keiner bilanziellen Erfassung der erworbenen Beteiligung.

Dennoch werden die Anschaffungskosten ermittelt, da diese für eine spätere Übertragung der Beteiligung an einen Dritten evident zu halten sind.<sup>247</sup>

Im Gegensatz zum Asset Deal bestehen beim Beteiligungserwerb keine steuerlichen Absetzmöglichkeiten für stille Reserven oder den Firmenwert. Die zukünftige Ertragsteuerbemessungsgrundlage kann somit nicht reduziert werden.<sup>248</sup> Zusätzlich gibt es gemäß § 20 Abs 2 EStG ein Betriebsausgaben- bzw. Werbungskostenabzugsverbot für Aufwendungen, die in unmittelbarem wirtschaftlichem Zusammenhang mit Kapitalerträgen stehen, die einem besonderen Steuersatz unterliegen. Daher besteht auch ein Abzugsverbot für Finanzierungskosten aus dem Erwerb der Beteiligung.<sup>249</sup> Weiters ist die Verlustverrechnung eingeschränkt – Gewinne und Verluste von erworbener Beteiligung können nicht mit anderen Einkünften ausgeglichen werden.<sup>250</sup>

#### – Juristische Person

Bei den juristischen Personen muss zwischen Kapitalgesellschaften ohne Gruppenbildung und jene mit Gruppenbildung gemäß § 9 KStG unterschieden werden. Mit der Steuerreform 2005 wurde für Kapitalgesellschaften der Share Deal in einigen wesentlichen Punkten dem Asset Deal teilweise gleichgestellt.<sup>251</sup>

Bei einem Beteiligungserwerb ohne Bildung einer Gruppe, gelten grundsätzlich dieselben Vorschriften wie bei natürlichen Personen. Dies bedeutet, dass eine laufende steuerwirksame Absetzung von stillen Reserven und dem Firmenwert nicht möglich ist. Weiters ist ein Ausgleich von Gewinnen und Verlusten der erworbenen Zielgesellschaft mit anderen Einkünften nicht möglich. Ein Unterschied ist jedoch, dass Zinsen aus einer etwaigen Fremdfinanzierung gemäß § 11 Abs 1 Z 4 KStG ab der Veranlagung 2005 abzugsfähig sind.<sup>252</sup> Diese Bestimmung wird mit dem BBG 2011 eingeschränkt, sodass Zinsen aus Beteiligungserwerben von Konzernunternehmen steuerlich nicht abgezogen werden können.

---

<sup>247</sup> Vgl. Bruckner (1997), S. 97.

<sup>248</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 156f.

<sup>249</sup> EStR 2000, Rz 4863.

<sup>250</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 157.

<sup>251</sup> Vgl. Ebenda, S. 157.

<sup>252</sup> Vgl. Ebenda, S. 157.

Gemäß § 9 KStG gelten für Unternehmensgruppen spezielle Vorschriften, wobei die Zielgesellschaft eine unbeschränkt steuerpflichtige Kapitalgesellschaft oder Genossenschaft (§ 9 Abs 2 Teilstrich 1) bzw. eine nicht unbeschränkt steuerpflichtige ausländische Körperschaften, die mit einer inländischen Kapitalgesellschaft oder Genossenschaft vergleichbar ist, sein muss. Als Gruppenträger und somit oberste Gesellschaft der Gruppe können unbeschränkt steuerpflichtige Kapitalgesellschaften sowie weitere in § 9 Abs 3 genannte Körperschaften sein. Voraussetzung für die Gruppenbildung ist gemäß § 9 Abs 4 KStG das Vorliegen einer finanziellen Verbindung, wobei dazu eine Beteiligung am Nennkapital der Zielgesellschaft von mehr als 50% und die Mehrheit der Stimmrechte erforderlich sind. Grundsätzlich hat jedes Gruppenmitglied sein steuerliches Ergebnis unabhängig von den anderen zu ermitteln. Danach wird es an das jeweils nächsthöhere ausreichend finanzielle beteiligte Gruppenmitglied weitergeleitet, bis alle Ergebnisse beim Gruppenträger zusammengefasst und saldiert besteuert werden.<sup>253</sup>

Die Anwendung der Unternehmensgruppe gemäß § 9 KStG bedeutet eine teilweise Gleichstellung des Share Deals mit dem Asset Deal. Im Rahmen dieser Sonderregelung können Gewinne und Verluste zwischen Ziel- und Käufergesellschaft ausgeglichen werden, die Fremdkapitalzinsen sind abzugsfähig und es gibt eine laufende steuerliche Absetzung von stillen Reserven einschließlich des Firmenwertes.<sup>254</sup> Die Firmenwertabschreibung ist gemäß § 9 Abs 7 KStG unter folgenden Voraussetzungen möglich<sup>255</sup>:

- Anschaffung einer Beteiligung von mehr als 50% am Nennkapital und Mehrheit der Stimmrechte,
- Fremdbezogene Beteiligungsanschaffung (kein konzerninterner Erwerb),
- Vorliegen einer unmittelbaren Beteiligung,
- Vorliegen einer unbeschränkt steuerpflichtigen gruppenfähigen Körperschaft,
- Vorliegen einer betriebsführenden Körperschaft als Gruppenmitglied,
- Vorliegen der Gruppenzugehörigkeit.

Gemäß § 9 Abs 7 KStG kann somit im Rahmen einer Unternehmensgruppe eine steuerliche Firmenwertabschreibung auf 15 Jahre verteilt erfolgen. Der abschreibbare Firmenwert ergibt sich dabei aus den Anschaffungskosten abzüglich des anteiligen

---

<sup>253</sup> KStR 2001, Rz 405.

<sup>254</sup> Vgl. Christiner (2007), S. 157ff.

<sup>255</sup> Vgl. KStR 2001, Rz 455ff.

unternehmensrechtlichen Eigenkapitals und abzüglich der anteiligen unternehmensrechtlichen stillen Reserven im nicht abnutzbaren Anlagevermögen, ist aber mit 50% der Anschaffungskosten begrenzt.<sup>256</sup> Ergibt diese Differenzrechnung einen negativen Firmenwert, ist dieser gemäß § 9 Abs 7 Teilstrich 4 KStG zwingend gewinnerhöhend als steuerwirksame Zuschreibung der Beteiligung anzusetzen.<sup>257</sup>

### **5.1.2.3 Sonstige steuerlichen Folgen**

Im Bereich der Umsatzsteuer sind Umsätze und Vermittlungen von Anteilen an Gesellschaften gemäß § 6 Abs 1 Z 8 lit g UStG unecht von der Umsatzsteuer befreit. Dies bedeutet, dass der Kaufpreis ohne Umsatzsteuer ausgewiesen wird, jedoch kein Vorsteuerabzug möglich ist. Somit spielt die Umsatzsteuer im Rahmen eines Share Deals weder für den Käufer noch für den Verkäufer eine Rolle.

In verkehrsteuerlicher Hinsicht ist die Grunderwerbsteuerpflicht gemäß § 1 Abs 3 Grunderwerbsteuergesetz (GrEStG)<sup>258</sup> zu beachten. Die Übertragung aller Anteile an einer inländische Grundstücke besitzenden Gesellschaft an einen Erwerber sowie die Vereinigung derartiger Anteile löst die 3,5%ige Grunderwerbsteuer aus. Als Bemessungsgrundlage wird gemäß § 6 Abs 1 lit b GrEStG das Dreifache des Einheitswertes herangezogen. Da dieser Wert in der Regel deutlich unter dem Verkehrswert eines Grundstückes liegt, wird die Steuerbelastung im Gegensatz zum Asset Deal (unmittelbarer Grundstücksverkauf) deutlich geringer sein.<sup>259</sup> Zusätzlich fällt für die Eintragung ins Grundbuch wie auch schon beim Asset Deal die Eintragungsgebühr in Höhe von 1% an.

Im Rahmen des Share Deals fallen keine Gebühren im Sinne des GebG an.<sup>260</sup>

## **5.2 Fusionen**

Im Rahmen von Fusionen können steuerrechtlich die Bestimmungen zu Verschmelzungen des Umgründungsteuergesetz (UmgrStG)<sup>261</sup> herangezogen werden.

---

<sup>256</sup> KStR 2001, Rz 449.

<sup>257</sup> KStR 2001, Rz 480.

<sup>258</sup> Grunderwerbsteuergesetz 1987 (BGBl. Nr. 309/1987) idF: BGBl. I Nr. 111/2010.

<sup>259</sup> Vgl. Wilplinger (2007), S. 76.

<sup>260</sup> Vgl. Ebenda, S. 76.

<sup>261</sup> Umgründungsteuergesetz (UmgrStG) (BGBl. Nr. 699/1991) idF: BGBl. I Nr. 111/2010.

Dies beinhaltet zahlreiche Gestaltungsformen zur steuerlichen Optimierung von M&A Transaktionen.

Als Umgründungen werden solche Vorgänge bezeichnet, bei denen sich der Rechtsträger eines Unternehmens ändert, sein Vermögen jedoch unverändert fortbesteht. Nach allgemeinem Steuerrecht würde diese Transaktion ertragsteuerliche, umsatzsteuerliche und verkehrsteuerliche Konsequenzen auslösen. Aus diesem Grund wurden mit dem Umgründungsteuergesetz steuerliche Erleichterungen geschaffen, mit denen gewisse Transaktionen steuerneutral durchgeführt werden können.<sup>262</sup>

Die wesentlichen Grundsätze des UmgrStG lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:<sup>263</sup>

- Grundsatz der wirtschaftlichen Begründung: Bei Vorliegen eines Missbrauches gemäß § 22 Bundesabgabenordnung (BAO)<sup>264</sup> kann die Steuerneutralität versagt werden. Davon ist auszugehen, wenn für die Umgründungsmaßnahme neben dem steuerlichen Motiv keine weiteren Gründe vorliegen.
- Maßgeblichkeit des Unternehmensrechts
- Buchwertfortführung: Das übertragene Vermögen wird mit den Buchwerten (bzw. Anschaffungskosten) fortgeführt. Dies bedeutet, dass im Gegensatz zum allgemeinen Steuerrecht keine Realisierung der stillen Reserven erfolgt.
- Ertragsteuerliche Rückwirkungsfiktion: Die Vermögensübertragung kann ertragsteuerlich auf einen in der Vergangenheit liegenden Stichtag zurückbezogen werden. Dieser darf jedoch höchstens neun Monate vor der Anmeldung der Umgründung zur Eintragung in das Firmenbuch liegen.
- Objektbezogener Übergang des Verlustabzuges: Der Verlustabzug geht dann auf den Übernehmer über, wenn auch das Verlust verursachende Vermögen auf ihn übergeht.

Da bei Umgründungen die Maßgeblichkeit des Unternehmensrechts gilt, sind im Wesentlichen folgende Verschmelzungen vom UmgrStG erfasst:<sup>265</sup>

- Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften (§§ 219ff AktG)

---

<sup>262</sup> Vgl. Walter (2008), S. 23f.

<sup>263</sup> Vgl. Ebenda, S. 24f.

<sup>264</sup> Bundesabgabenordnung (BAO) (BGBl. Nr. 194/1961) idF: BGBl. I Nr. 76/2011.

<sup>265</sup> Vgl. Trenkwalder (2002), S. 695.

- Verschmelzung zweier Gesellschaften mit beschränkter Haftung (§§ 96ff GmbHG)
- Verschmelzung einer GmbH auf eine AG (§ 234 AktG).

Daher richtet sich der Ablauf einer Verschmelzung auch nach diesen Vorschriften, wobei hier beispielsweise die Vorschriften der §§ 220ff AktG angeführt werden. Für die Verschmelzung zweier Gesellschaften mit beschränkter Haftung gelten die analogen Regelungen des GmbHG. Folgende Schritte sind bei einer Verschmelzung wesentlich:

- Verschmelzungsvertrag,
- Verschmelzungsbericht der Vorstände,
- Prüfung der Verschmelzung durch Verschmelzungsprüfer,
- Prüfung durch den Aufsichtsrat,
- Auflage der Verschmelzungsdokumente beim Firmenbuch,
- Beschlüsse der Hauptversammlung,
- Anmeldung der Verschmelzung,
- Eintragung der Verschmelzung.

Zum Verschmelzungstichtag ist nach § 2 Abs 5 UmgrStG zusätzlich zu der handelsrechtlichen Schlussbilanz eine steuerliche Verschmelzungsbilanz für die übertragende Gesellschaft aufzustellen. In dieser sind die steuerlich maßgebenden Buchwerte sowie das sich darauf ergebende Verschmelzungskapital darzustellen. Die übernehmende Gesellschaft hat gemäß § 3 Abs 1 Z 1 UmgrStG zwingend die steuerlichen Buchwerte fortzuführen. Wenn durch die Verschmelzung bei der übernehmenden Körperschaft Wertdifferenzen entstehen, sind diese Buchgewinne und Buchverluste gemäß § 3 Abs 2 UmgrStG steuerneutral.

In § 6 UmgrStG werden die sonstigen steuerrechtlichen Folgen einer Verschmelzung ausgeführt, wobei besonders im Bereich der Umsatz- und Grunderwerbsteuer Vorteile im Vergleich zum allgemeinen Steuerrecht bestehen. Gemäß § 6 Abs 4 UmgrStG gelten Verschmelzungen als nicht steuerbare Umsätze im Sinne des UStG. Dies bedeutet, dass die übernehmende Körperschaft unmittelbar in die Rechtsstellung der übertragenden Körperschaft eintritt. Die Grunderwerbsteuer für Erwerbsvorgänge nach § 1 Abs 1 oder 2 GrEStG wird gemäß § 6 Abs 5 UmgrStG vom Zweifachen des Einheitswertes berechnet. Diese Sonderregelung ist dann relevant, wenn im Zeitpunkt der Durchführung der Verschmelzung Liegenschaft im Eigentum der übertragenden Gesellschaft befinden. Daneben fällt auch noch die grundbücherliche

Eintragungsgebühr in Höhe von 1% an. Auch diese wird vom Zweifachen Einheitswert berechnet.<sup>266</sup>

### **5.3 Conclusio**

In den vorstehenden Ausführungen wurde ersichtlich, dass mit der Transaktionsgestaltung unterschiedliche steuerliche Folgen einhergehen, die auch Käufer- und Verkäuferseite unterschiedliche Optimierungsziele hervorrufen. Die wesentlichen Ziele des Verkäufers lassen wie folgt zusammenfassen:<sup>267</sup>

- Steuerminimierung des Veräußerungsgewinnes
- Minimierung der Transaktionskosten (Grunderwerbsteuer, Gebühren etc)
- Abgeltung übertragener Verlustvorträge, und
- Steueroptimale Weiterleitung des Veräußerungsgewinnes an die Anteilseigner.

Der Erwerber eines Unternehmens verfolgt hingegen folgende Ziele:<sup>268</sup>

- Steuerwirksame Abschreibung der Anschaffungskosten,
- Aktivierung stille Reserven und Firmenwert
- Steuerliche Geltendmachung von Finanzierungs- und Transaktionskosten,
- Verwertbarkeit miterworbener Verlustvorträge,
- Minimierung der Transaktionskosten (Grunderwerbsteuer, Gebühren etc)

Zumeist führen diese unterschiedlichen Optimierungsziele auch zu einem Interessenskonflikt zwischen Käufer und Verkäufer, der naturgemäß nie vollständig gelöst werden kann. Dies bedeutet, dass der Vertragspartner mit der stärkeren Verhandlungsposition seine gewünschte steuerliche Gestaltungsform zumeist durchsetzen wird. Dies kann der Fall sein, wenn der Eigentümer seine Gesellschaft unter Zeitdruck verkaufen muss wie beispielsweise bei einer drohenden Insolvenz.

#### **5.3.1 Gegenüberstellung der steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten**

Bei der Gegenüberstellung von Unternehmenskäufen und Fusionen ist vor allem die Anwendung des UmgrStG ausschlaggebend. Durch die steuerlichen Vorteile in Bezug

---

<sup>266</sup> Vgl. Trenkwalder (2002), S. 706.

<sup>267</sup> Vgl. Moser (2011), S. 20.

<sup>268</sup> Vgl. Baumann (2008), S. 461 und Moser (2011), S. 20.

auf ertrags-, umsatz- und verkehrsteuerliche Aspekte ist eine Fusion jeder Art dem Unternehmenskauf vorzuziehen. Schwieriger ist die Unterscheidung von Asset und Share Deal, da hier die steuerlichen Konsequenzen für die Käufer- und Verkäuferseite beleuchtet werden müssen und zusätzlich zwischen natürlichen und juristischen Personen unterschieden werden muss. Aus diesem Grund erfolgt nachstehend für alle zwei Parteien eine Gegenüberstellung des Asset und Share Deal.

Am einfachsten ist die Unterscheidung bei umsatz- und verkehrsteuerlicher Betrachtung. Im Rahmen des Asset Deals müssen die umsatzsteuerlichen Aspekte bei jedem Vermögensgegenstand geprüft werden, hingegen spielt die Umsatzsteuer beim Share Deal weder auf Verkäufer- noch auf Käuferseite eine Rolle. Im Bereich der Grunderwerbsteuer wird beim Asset Deal als Bemessungsgrundlage das Entgelt herangezogen; beim Share Deal das Dreifache des Einheitswertes. Dies führt dazu, dass grunderwerbsteuerlich gesehen der Share Deal dem Asset Deal vorzuziehen ist. Gebührenrechtlich ist der Asset Deal eindeutig zum Nachteil der beiden Parteien, da beim Share Deal überhaupt keine Gebühren gemäß GebG anfallen. Bis zum BBG 2011 gab es eine Rechtsgeschäftsgebühr bei Kredit- und Darlehensverträgen. Unverändert geblieben ist, dass bei der Übertragung von Forderungen eine Gebühr zu entrichten ist. Bei der Betrachtung der sonstigen steuerlichen Folgen des Asset und Share Deal werden in der Regel beide Vertragsparteien den Share Deal vorziehen.

	Natürliche Person		Juristische Person	
	Asset Deal	Share Deal	Asset Deal	Share Deal
Veräußerung innerhalb der Spekulationsfrist des § 30 EStG (anwendbar bis 31.03.2012)	Einkommensteuer (ESt)-Normalsatz bis zu 50%	ESt-Normalsatz bis zu 50%	25% KöSt	25% KöSt
Veräußerung nach Ablauf der Spekulationsfrist des § 30 EStG bzw. Anwendung der neuen gesetzlichen Regelungen ab 01.04.2012)				
<b>Asset Deal</b>				
Steuersatz grundsätzlich	ESt-Normalsatz bis zu 50%		25% KöSt	
Freibetrag gemäß § 24 Abs 4 EStG	bis zu € 7.300		Nein	



Verteilung des Veräußerungsgewinnes auf drei Jahre	Ja, möglich		Nein	
Tod des Steuerpflichtigen, Betriebsbezogene Erwerbsunfähigkeit, Vollendung des 60. Lebensjahres und Einstellung der Erwerbsfähigkeit		EST-Halbsatz bis zu 25%		
<b>Share Deal</b>				
Beteiligung unter 1% (bis 31.03.2012)		Privatvermögen: steuerfrei, Betriebsvermögen: EST-Halbsatz bis zu 25%		25% KöSt
Beteiligung mindestens 1% (bis 31.03.2012)		EST-Halbsatz bis zu 25%		25% KöSt
Ab 01.04.2012 (unabhängig vom Beteiligungsausmaß und der Behaltdauer)		25% EST		25% KöSt
Internationale Schachtelbeteiligung gemäß § 10 Abs 2 KStG				steuerfrei

**Tabelle 14: Steuerliche Konsequenzen des Unternehmenskaufs für den Verkäufer**

**Quelle: Vgl. Christiner (2007), S. 151; BBG 2011 und AbgÄG 2011.**

Bei der Analyse auf Seiten des Verkäufers wird eindeutig ersichtlich, dass bei juristischen Personen immer der 25%ige Körperschaftsteuersatz zu Anwendung kommt. Im Allgemeinen gibt es daher keinen Unterschied zwischen dem Asset und Share Deal. Lediglich wenn das Unternehmen im Rahmen einer Schachtelbeteiligung gemäß § 10 Abs 2 KStG verkauft wird, ergibt sich eine Vorteilhaftigkeit des Share Deals.

Im Gegensatz dazu ist die Differenzierung bei natürlichen Personen etwas schwieriger. Vor der Anwendung des BBG 2011 und des AbgÄG 2011 wird in der Regel der Share Deal vom Verkäufer bevorzugt, da nach Ablauf der Spekulationsfrist der Veräußerungsgewinn im Betriebs- und Privatvermögen in der Regel mit dem Halftesteuersatz versteuert wird. Nur bei einer Beteiligung unter 1% ist der Verkauf im Privatvermögen steuerfrei. Beim Asset Deal hingegen wird der Veräußerungsgewinn grundsätzlich immer mit dem Normalsteuersatz – der somit bis zu 50% sein kann – besteuert. Auch bei der Betrachtung der neuen Regelungen gemäß BBG 2011 und AbgÄG 2011 wird der Verkäufer den Share Deal zumeist den Vorzug geben, da nun der Gewinn aus der Veräußerung immer mit 25% besteuert wird. Die Sonderbestimmungen zu Spekulationseinkünften und Beteiligungen unter bzw. über 1% sind dementsprechend ab 01.04.2012 nicht mehr anzuwenden.

Zusammenfassend gesehen wird auf Seiten des Verkäufers damit in der Regel der Share Deal steuerlich gesehen vorteilhafter sein.

	Natürliche Person		Juristische Person	
	Asset Deal	Share Deal	Asset Deal	Share Deal
Firmenwertabschreibung	Ja	Nein	Ja	Gruppenbildung: Ja Keine Gruppenbildung: Nein
Abschreibung abgegoltener stiller Reserven des abnutzbaren Anlagevermögens	Ja	Nein	Ja	Gruppenbildung: Ja Keine Gruppenbildung: Nein
Abzugsfähigkeit der Finanzierungskosten	Ja	Nein	Ja	Ja
Übertrag der bestehenden Verlustvorträge	Nein	Ja	Nein	Ja

**Tabelle 16: Steuerliche Konsequenzen des Unternehmenskaufs für den Käufer**

**Quelle: Vgl. Christiner (2007), S. 166.**

Auf Seiten des Käufers kann keine eindeutige Aussage zur Vorteilhaftigkeit einer Transaktionsform getroffen werden, da es hier wesentliche Unterschiede in Bezug auf

die Rechtsform des Käufers gibt. Wird ein Unternehmen von einer natürlichen Person gekauft, wird dieser in der Regel den Asset Deal bevorzugen, da hier die laufende Abschreibung des Firmenwerts und der stillen Reserven erfolgen kann und die Finanzierungskosten steuerlich abzugsfähig sind. Einziger Nachteil ist der fehlende Übergang der bestehenden Verlustvorträge des Unternehmens.

Bei juristischen Personen war bis zur Steuerreform 2005 auch der Asset Deal vorteilhafter. Durch die neuen Regelungen bei Unternehmensgruppen gemäß § 9 KStG wird die laufende Abschreibung des Firmenwerts und der stillen Reserven möglich und im Gegensatz zu natürlichen Personen können sowohl bei Gruppenbildung als auch ohne solche die Finanzierungskosten in der Regel abgesetzt werden. Zusätzlich können im Rahmen eines Share Deals die bestehenden Verlustvorträge mitübertragen werden. Somit bringt der Share Deal bei juristischen Personen – insbesondere bei Gruppenbildung – keinen wesentlichen Nachteil im Vergleich zum Asset Deal mit sich.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass auch wenn steuerliche Aspekte alleine nicht zum Erfolg einer Transaktion führen, diese dennoch einen wesentlichen Part bei M&A Deals einnehmen. Denn die jeweilige steuerliche Gestaltungsform kann für den Verkäufer bzw. für den Käufer wesentliche Vorteile bringen. Daher sollte die Analyse der steuerlichen Folgen in einer frühen Phase stattfinden, damit anschließend die optimale Transaktionsform ausgewählt werden kann.

### **5.3.2      Europäischer Vergleich**

Die Besteuerung von M&A Transaktionen in Österreich hat sich im Laufe der Zeit immer wieder geändert. Neben den aktuellen Neuerungen im Rahmen des BBG 2011 und des AbgÄG 2011 hat es vor allem eine wesentliche Gesetzesänderung in der Vergangenheit gegeben - das Steuerreformgesetz 2005 (StReformG 2005).

Dabei wurde zusätzlich zu der Senkung des Körperschaftsteuersatzes auf 25%, auch die Gruppenbesteuerung eingeführt, mit der die Verlustverwertung von in- und ausländischen Tochtergesellschaften verwirklicht wurde. Weiters wurde der Share Deal weitgehend den Vorteilen des Asset Deals angepasst, indem die generelle Abzugsfähigkeit von Finanzierungskosten und die Firmenwertabschreibung ermöglicht wurden. Ziel der Änderungen war es, Unternehmensakquisitionen in Österreich

steuerlich zu begünstigen sowie den Wirtschaftsstandort Österreich – insbesondere für Holdinggesellschaften und Konzernzentralen – attraktiver zu gestalten.<sup>269</sup>

Mit dem BBG 2011 und dem AbgÄG 2011 wurde die generelle Steuerpflicht von Veräußerungsgewinnen beschlossen, wobei dies im Einklang mit anderen europäischen Staaten steht. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Regelungen der verschiedenen europäischen Länder im Überblick (Fokus auf juristische Personen).

Land	Share Deal Verkäufer	Share Deal Käufer	Asset Deal Verkäufer	Asset Deal Käufer
Belgien	Keine Steuer auf Veräußerungsgewinne	Keine Firmenwertabschreibung Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge Grunderwerbsteuer
Dänemark	Steuer auf Veräußerungsgewinne (Begünstigungen für Unternehmen)	Keine Firmenwertabschreibung Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Abschreibung Übertrag der bestehenden Verlustvorträge nur eingeschränkt möglich	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge

<sup>269</sup> Vgl. PWC (o.J.): S. 2, Stand vom 16.10.2010.

Deutschland	Steuer auf Veräußerungsgewinne (Begünstigungen für Unternehmen)	Keine Firmenwertabschreibung Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge nur eingeschränkt möglich	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge
Finnland	Steuer auf Veräußerungsgewinne (Begünstigungen für Unternehmen)	Keine Firmenwertabschreibung Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge nur eingeschränkt möglich Wertpapierübertragungssteuer	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge Grunderwerbsteuer

Frankreich	Steuer auf Veräußerungsgewinne (Begünstigungen für Unternehmen)	Keine Firmenwertabschreibung Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge Wertpapierübertragungssteuer	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Keine Firmenwertabschreibung Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge
Großbritannien	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Keine Firmenwertabschreibung Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge Stempelgebühr	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge
Italien	Steuer auf Veräußerungsgewinne (Begünstigungen für Unternehmen)	Keine Firmenwertabschreibung Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge

Niederlande	Steuer auf Veräußerungsgewinne (Begünstigungen für Unternehmen)	Keine Firmenwertabschreibung Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge nur eingeschränkt möglich	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge Gründerwerbsteuer
Schweden	Steuer auf Veräußerungsgewinne (generell steuerfrei für Unternehmen)	Keine Firmenwertabschreibung Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge nur eingeschränkt möglich	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge

Spanien	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Keine Firmenwertabschreibung Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Firmenwertabschreibung möglich Generelle Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge Grunderwerbsteuer
Rumänien	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Keine Firmenwertabschreibung Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Übertrag der bestehenden Verlustvorträge	Steuer auf Veräußerungsgewinne	Keine Firmenwertabschreibung Eingeschränkte Abzugsfähigkeit Finanzierungskosten Kein Übertrag der bestehenden Verlustvorträge

**Tabelle 15: Steuerliche Konsequenzen Asset vs. Share Deal in ausgewählten europäischen-Staaten.**

**Quelle: Vgl. Taxand (2010), S. 17ff, Stand vom 05.11.2011 und Herbert Smith (2011), S. 4ff, Stand vom 05.11.2011.**

Wie in der Tabelle ersichtlich, sind die Regelungen in den verschiedenen europäischen Staaten sehr ähnlich und unterscheiden sich lediglich bei einer detaillierten Betrachtung. Besonders die Bestimmungen des Asset Deals sind in allen angeführten Ländern fast ident. Einziger Unterschied ist die fehlende Firmenwertabschreibung in Frankreich und Rumänien.

Ein wenig anders stellt sich der Sachverhalt bei Betrachtung eines Share Deals dar. Den wohl eindeutigsten Unterschied hat Österreich im Rahmen der Steuerreform 2005 geschaffen: In keinem angeführten Land ist die Firmenwertabschreibung bei einem



Share Deal möglich. Obwohl diese Neuregelung an die Gruppenbildung gemäß § 9 KStG gebunden ist, scheint sie im europäischen Kontext doch außergewöhnlich zu sein. Im Rahmen der Verlustvorträge zeigt sich, dass diese in vielen europäischen Ländern nur eingeschränkt übertragbar sind. Dabei gehen sie zumeist verloren, sobald ein Eigentümerwechsel von mehr als 25% – 50% stattfindet (z.B. Dänemark, Finnland, Deutschland, Niederlande und Schweden). Weiters gibt es in den meisten Staaten für Unternehmen Steuerbefreiungen – diese sind häufig abhängig von der Beteiligungshöhe. In Dänemark, Finnland, den Niederlanden und Großbritannien wird die Steuer auf Veräußerungsgewinne nur erhoben, wenn die Beteiligung unter 5% bzw. 10% liegt. In anderen Ländern, wie Frankreich, Deutschland und Italien ist der jeweilige Veräußerungsgewinn zu 95% steuerfrei, wobei hier eine gewisse Haltedauer einzuhalten ist (zumeist ein bis zwei Jahre).<sup>270</sup>

Grundsätzlich unterliegen die Veräußerungsgewinne bei Unternehmen (sofern sie besteuert werden) dem jeweiligen Körperschaftsteuersatz.<sup>271</sup> Im Bereich der natürlichen Personen sehen die steuerlichen Regelungen für die einzelnen Länder folgendes vor:

Land	Steuersatz auf Veräußerungsgewinne (2010)
Belgien	–
Dänemark	42,0
Deutschland	26,4
Finnland	28,0
Frankreich	30,1
Griechenland	–
Großbritannien	50,0
Irland	25,0
Italien	12,5
Luxemburg	–
Niederlande	–
Österreich	–
Portugal	20,0
Schweden	30,0
Spanien	21,0

<sup>270</sup> Vgl. Taxand (2010), S. 17ff, Stand vom 05.11.2011 und Herbert Smith (2011), S. 4ff, Stand vom 05.11.2011.

<sup>271</sup> Vgl. Taxand (2010), S. 17ff, Stand vom 05.11.2011.

Bulgarien	10,0
Estland	21,0
Lettland	15,0
Litauen	–
Malta	35,0
Polen	19,0
Rumänien	16,0
Slowakei	19,0
Slowenien	–
Tschechien	15,0
Ungarn	25,0
Zypern	–

**Tabelle 16: Steuersätze auf Veräußerungsgewinne in der EU.**

**Quelle: WISO-Diskurs (2011), S. 35, Stand vom 05.11.2011.**

In 19 von 27 EU-Ländern werden Veräußerungsgewinne besteuert, wobei im Durchschnitt ein Steuersatz von 24,2 % zur Anwendung kommt. Die Änderung des österreichischen Steuersystems, womit ab April 2012 Veräußerungsgewinne mit 25% KESt besteuert werden, steht somit im Einklang mit den anderen EU-Staaten. Bisher zählte Österreich daher eher zu den Ausnahmen, da keine Steuern auf Veräußerungsgewinne eingehoben wurden.

In Österreich spielten vermögensbezogene Steuern bis dato nur eine untergeordnete Rolle, das auch durch die jüngsten Daten der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) verdeutlicht wird. Demnach stellen die Einnahmen aus Vermögenssteuern im Jahr 2008 nur 0,5% des Bruttoinlandsprodukt (BIP) dar. Der OECD-Schnitt beträgt hingegen 1,8%. Dasselbe Bild zeigt sich, wenn die Einnahmen aus Vermögenssteuern mit dem gesamten Steueraufkommen gemessen werden. Lediglich 1,3% aller Abgaben kamen 2008 aus vermögensbezogener Steuern. Im OECD-Schnitt beträgt der Wert 5,4%.<sup>272</sup>

Hintergrund dieser bis dato geringen steuerlichen Belastung auf Vermögen ist die Abschaffung diverser vermögensbezogener Steuern während der vergangenen zwei Jahrzehnte, die kontinuierlich erfolgte:<sup>273</sup>

<sup>272</sup> Vgl. derStandard (2011), Internetadresse: <http://derstandard.at/1313024557790/OECD-Vergleich-Oesterreich-bei-Vermögenssteuern-fast-Schlusslicht>, Stand vom 05.11.2011.

<sup>273</sup> Vgl. WIFO (2008), S. 71, Stand vom 05.11.2011.

- Gewerbesteuer Mitte der achtziger Jahre,
- Vermögenssteuer 1994,
- Wertpapiersteuer 1995,
- Börsenumsatzsteuer 2000,
- Erbschafts- und Schenkungssteuer Juli 2008.

## 6. Zusammenfassung

Nach dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007 ging das weltweite M&A Volumen drastisch zurück. Im Jahr 2010 zeigte sich erstmals eine Erholung des Marktes und auch der Beginn des Jahres 2011 deutet auf einen positiven weiteren Verlauf hin. Dennoch zeigen aktuelle Entwicklungen erneute Verunsicherungen der Märkte, wodurch eine detaillierte Zukunftsprognose schwierig ist. In der Vergangenheit wurde immer wieder in den Medien berichtet, dass zahlreiche Unternehmenskäufe oder Fusionen als Flop endeten. Daher wurde im Rahmen dieser Arbeit versucht, die wesentlichen Erfolgsfaktoren von M&A Transaktionen auszuarbeiten. Weiters sollten die gängigsten steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten und ihre Optimierung erläutert werden, da diese besonders bei der Festlegung der Transaktionsform eine wesentliche Rolle spielen.

Zu Beginn dieser Arbeit wurde auf die wesentlichsten theoretischen Grundlagen eingegangen, wobei zuerst eine allgemeine Begriffsbestimmung des Wortes M&A vorgenommen wurde. Danach wurden die wichtigsten Transaktionsformen sowie die verschiedenen Motive für Unternehmenskäufe oder Fusionen dargestellt.

Das dritte Kapitel beinhaltet die Phasen von M&A Transaktionen, die in die Strategie-, Transaktions- und Integrationsphase eingeteilt wurden. Das Hauptaugenmerk der Ausführungen lag auf der Transaktionsphase, da besonders in diesem Bereich der Grundstein für eine erfolgreiche M&A Transaktion gelegt wird. Besonders die Bereiche Due Diligence, Unternehmensbewertung und Vertragsgestaltung sind in der Praxis komplexe Bereiche, die eine genaue und detaillierte Durchführung benötigen. Nach dem Abschluss der Transaktion darf die Integrationsplanung- und -umsetzung nicht vergessen werden, da in der Praxis vor allem in dieser Phase häufig Fehler passieren.

Im nächsten Abschnitt wurden zuerst empirische Studien zur Erfolgsmessung von M&A Transaktionen vorgestellt, um zu eruieren, ob Unternehmenskäufe und Fusionen im Durchschnitt erfolgreich sind. Hier haben die unterschiedlichen Untersuchungsformen doch auch differierende Ergebnisse gezeigt. Beispielsweise schätzen die Manager der befragten Unternehmen den Ausgang der Transaktion zumeist positiver ein, als die Kennzahlen dies vermuten lassen. Weiters wurden bei den kapitalmarktorientierten Untersuchungen zwar durchwegs positive Erfolgsquoten gemessen, die jedoch in der Regel lediglich auf Seiten des akquirierenden Unternehmens bestanden. Im zweiten

Unterkapitel wurde dann auf die potentiellen Erfolgsfaktoren eingegangen, wobei dazu Meinungen aus der Literatur und ausgewählte empirische Studien vorgestellt wurden. Auch wenn es keine universellen Kriterien gibt, die den Erfolg einer Transaktion gewährleisten können, gibt es dennoch einige Knackpunkte, die bei jedem Unternehmenskauf bzw. bei jeder Fusion beachtet werden sollten. Besonders bei Betrachtung des prozessorientierten Ansatzes ist die genaue und detaillierte Durchführung der einzelnen Phasen von entscheidender Bedeutung. Es sollten dabei nicht nur die Hard Facts wie Due Diligence und Unternehmensbewertung berücksichtigt werden, sondern auch auf die Soft Facts beachtet werden. Beispielsweise kann eine erfolgreiche M&A Transaktion niemals ohne kompetente Führungskräfte und motivierte Mitarbeiter stattfinden.

Der letzte Teil dieser Arbeit beschäftigte sich mit den unterschiedlichen steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten bei M&A Transaktionen. Bei Unternehmenskäufen muss dabei zwischen Asset und Share Deal unterschieden werden. In dem Bereich der Fusionen wurden die Bestimmungen des Umgründungssteuerrechts erläutert, im Speziellen die Vorschriften zur Verschmelzung. Es zeigte sich, dass die steuerlichen Folgen der ausgewählten Formen auf der Käufer- und Verkäuferseite teils sehr unterschiedlich sind. Aus diesem Grund ist es wichtig die steuerlichen Folgen der jeweiligen Transaktionsform in einem frühen Studium zu analysieren, damit zwischen den beiden Parteien so früh wie möglich ein Kompromiss vereinbart werden kann.

## Literaturverzeichnis

A.T. Kearney (2008): All mergers are not alike. Seven merger types and approaches to master the integration. 2008. Internetadresse: [http://www.atkearney.at/content/misc/wrapper.php/id/49994/area/fusionsstrategien/name/pdf\\_pdf\\_mergers-not-alike-s\\_1210254100ef2d\\_12107695062b2a.pdf](http://www.atkearney.at/content/misc/wrapper.php/id/49994/area/fusionsstrategien/name/pdf_pdf_mergers-not-alike-s_1210254100ef2d_12107695062b2a.pdf), Stand vom 05.11.2011.

Achleitner, Ann-Kristin (2002): Handbuch Investment Banking. 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden.

Agrawal, Anup/Jaffe, Jeffrey/Mandelker, Gershon (1992): The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. In: The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 4, S. 1605-1621.

Althuber, Franz/Schopper, Alexander [Hrsg.] (2010): Handbuch Unternehmenskauf & Due Diligence. Band 1: Legal. Alle relevanten Rechtsgebiete. Vertragsgestaltung. Gewährleistung. Haftung. LexisNexis Verlag ARD Orac GmbH & Co KG, Wien.

Andrade, Greogr/Mitchell, Mark/Stafford, Erik (2001): New evidence and perspectives on mergers. In: Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, S. 103-120.

Asquith, Paul/Bruner, Robert/Mullins, David (1983): The gains to bidding firms from merger. In Journal of Finance Economics, No. 11, S. 121,139.

Balda, Volker (2010): Legal Due Diligence. In: Schramm, Marianne/Hansmeyer, Ekkehart [Hrsg.] (2010): Transaktionen erfolgreich managen. Ein M&A Handbuch für die Praxis. Franz Vahlen GmbH, München, S. 126-132.

Balz, Ulrich (2007): M&A: Marktteilnehmer und Motive. In: Balz, Ulrich/Arlinghaus, Olaf [Hrsg.] (2007): Praxisbuch Mergers & Acquisitions. Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration. 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, mi-Fachverlag, Landsberg am Lech, S. 11-40.

Balz, Ulrich/Arlinghaus, Olaf [Hrsg.] (2007): Praxisbuch Mergers & Acquisitions. Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration. 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, mi-Fachverlag, Landsberg am Lech.

Baetge, Jörg [Hrsg.] (1991): Akquisitionen und Unternehmensbewertung. IDW-Verlag GmbH, Düsseldorf.

Baetge, Jörg/Krumholz, Marcus (1991): Überblick über Akquisition und Unternehmensbewertung. In: Baetge, Jörg [Hrsg.] (1991): Akquisitionen und Unternehmensbewertung. IDW-Verlag GmbH, Düsseldorf, S. 1-30.

Bamberger, Burkhard (1994): Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland. Eine theoretische und empirische Untersuchung. Josef Eul Verlag GmbH, Bergisch Gladbach.

Bartels, Eric/Cosack, Sabine (2008): Integrationsmanagement. In: Picot, Gerhard [Hrsg.] (2008a): Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 450-470.

Baumann, Andreas (2008): Mergers & Acquisitions in Österreich. In: Österreichische Steuerzeitung (ÖStZ). Ausgabe 2008/931, Heft 19, S. 461-464.

Baumann, Andreas/Waitz-Ramsauer, Kornelia (2008): Konzernsteuerrecht II. M&A & Umgründungen. LexisNexis ARD Orac, Wien.

Becker, Ulrich (2010): Planung und Vorbereitung als Erfolgsfaktoren für M&A. In: Müller-Stewens, Günter/Kunisch, Sven/Binder, Andreas [Hrsg.] (2010): Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 231-241.

Benedek, Ingrid (2001): Mergers & Acquisitions/Due Diligence. In: Girkingner, Willibald/Stiegler, Harald [Hrsg.] (2001): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien. Universitätsverlag Rudolf Trauner, Linz, S. 57-85.

Berens, Wolfgang/Brauner, Hans/Strauch, Joachim [Hrsg.] (2008): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5., überarbeitete Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

- Bertl, Romuald [Hrsg.] (1997): Steuerplanung 1997. Orac Verlag, Wien.
- Beyer, Sven/Castedello, Marc (2010): Transaktionsbezogene Bewertung und Kaufpreisfindung. Wert und Preis – Komponenten der Dealökonomie. In: Schramm, Marianne/Hansmeyer, Ekkehart [Hrsg.] (2010): Transaktionen erfolgreich managen. Ein M&A-Handbuch für die Praxis. Franz Vahlen GmbH, München, S. 37-45.
- Bild, Magnus/Guest, Paul/Cosh, Andy/Runsten, Mikael (2002): Do Takeovers create Value? A Residual Income Approach on U.K. Data. Dezember 2002, Internetadresse: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP252.pdf>, Stand vom 05.11.2011.
- Binder, Peter (2006): Mergers & Acquisitions in der Praxis. Orell Füssli Verlag AG, Zürich.
- Böhmer, Ekkehart/Löffler, Yvonne (1999): Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Ausgabe 51, No. 4, S. 299-324.
- Bradley, Michael/Desai, Anand/Kim, Han (1988): Synergistic Gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. In: Journal of Finance Economics, No. 21, S. 3-40.
- Bredy, Jörg/Strack, Volker (2008): Financial Due Diligence I: Vermögen, Ertrag und Cashflow. In: Berens, Wolfgang/Brauner, Hans/Strauch, Joachim [Hrsg.] (2008): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5., überarbeitete Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 359-382.
- Bruckner, Karl (1997): Unternehmenskauf und –verkauf nach dem Strukturangepassungsgesetz. In: Bertl, Romuald [Hrsg.] (1997): Steuerplanung 1997. Orac Verlag, Wien, S. 55-108.
- Bruner, Robert (2004): Applied mergers and acquisitions. John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Bühner, Rolf (1990): Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart. Zitiert nach: Bamberger, Burkhard (1994): Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in



Deutschland. Eine theoretische und empirische Untersuchung. Josef Eul Verlag GmbH, Bergisch Gladbach.

Bubik, Michael (2005): Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse. Eine theoretische und exemplarische Analyse. Peter Lang GmbH, Frankfurt am Main.

Chalupsky, Ernst/Schmidsberger, Gerald (2001): Gestaltungsvarianten einer M&A Transaktion. In: Girking, Willibald/Stiegler, Harald [Hrsg.] (2001): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien. Universitätsverlag Rudolf Trauner, Linz, S. 141-180.

Christiner, Michaela (2007): Asset Deal versus Share Deal: Ertragsteuerliche Aspekte für Verkäufer und Käufer. In: Polster-Grüll, Barbara/Zöchling, Hans/Kranebitter, Gottwald [Hrsg.] (2007): Handbuch Mergers & Acquisitions. Rechtliche und steuerliche Optimierung. Ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H, Wien, S. 133-169.

Deloitte (2007): Auf Erfolgskurs. M&A in Deutschland. Trends – Aktivitäten – Zielsetzungen – Strategien – Erfolgsfaktoren. Internetadresse: [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Germany/Local%20Assets/Documents/13\\_FocusOn/M%20and%20A/2009/de\\_R\\_MuA\\_in\\_Deutschland\\_2007.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Germany/Local%20Assets/Documents/13_FocusOn/M%20and%20A/2009/de_R_MuA_in_Deutschland_2007.pdf), Stand vom 05.11.2011.

DeLong, Gayle (2001): Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. In: Journal of Financial Economics, No. 59, S. 221-252.

derStandard (2011): Österreich bei Vermögenssteuern fast Schlusslicht. 18. August 2011. Internetadresse: <http://derstandard.at/1313024557790/OECD-Vergleich-Oesterreich-bei-Vermoegenssteuern-fast-Schlusslicht>, Stand vom 05.11.2011.

Dickerson, Andrew/Gibson, Heather/ Tsakalotos, Euclid (1997): The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms. In Oxford Economic Papers, Vol. 49, Issue 3, S. 344-361. Zitiert nach: Bruner, Robert (2004): Applied mergers and acquisitions. John Wiley & Sons Inc., New Jersey.

Doralt, Werner/Ruppe, Georg (2007): Grundriss des österreichischen Steuerrechts. Band 1. Einkommensteuer. Körperschaftsteuer. Umgründungssteuergesetz.

Umsatzsteuer. Kommunalsteuer. 9. Auflage, Manz'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung GmbH, Wien.

Dorda, Christian/Ramsauer, Sabine (2010): Culpa in Contrahendo, List und Irrtum bei Unternehmenskauf und DD. In: Althuber, Franz/Schopper, Alexander [Hrsg.] (2010): Handbuch Unternehmenskauf & Due Diligence. Band 1: Legal. Alle relevanten Rechtsgebiete. Vertragsgestaltung. Gewährleistung. Haftung. LexisNexis Verlag ARD Orac GmbH & Co KG, Wien, S. 69-95.

Ecker, Martina (2010): Die sechse M&A Welle – was blieb davon übrig nach der Finanzkrise? In: M&A Review, 1/2010, S. 19-24.

Ecker, Martina/Mittermair, Klaus (2001): Projektmanagement im M&A Prozess. In: Girking, Willibald/Stiegler, Harald [Hrsg.] (2001): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien. Universitätsverlag Rudolf Trauner, Linz, S. 339-362.

Eschen, Erik (2002): Der Erfolg von Mergers & Acquisitions. Unternehmenszusammenschlüsse aus der Sicht des ressourcenbasierten Ansatzes. Deutscher Universitäts-Verlag GmbH, Wiesbaden.

Franck, Egon/Meister, Urs (2006): Vertikale und horizontale Unternehmenszusammenschlüsse. Ökonomische Grundlagen der Entscheidung über die Unternehmensgrenzen. In: Wirtz, Bernd [Hrsg.] (2006): Handbuch Mergers & Acquisitions Management. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden, S. 79-107.

Fuller, Kathleen/Netter, Jeffry/Stegemoller, Mike (2004): What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. In: Journal of Finance, Vol. 57, No. 4, S. 1763-1793.

Furtner, Sabine (2006): Erfolgsfaktoren für M&A-Aktivitäten im österreichischen Mittelstand. In: M&A Review, Ausgabe 4/2006, S. 166-170.

Girking, Willibald/Stiegler, Harald [Hrsg.] (2001): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien. Universitätsverlag Rudolf Trauner, Linz.

Glaum, Martin/Lindemann, Jens/Friedrich, Nico (2006): Erfolg von Mergers & Acquisitions. Ergebnisse empirischer Forschung. In: Wirtz, Bernd [Hrsg.] (2006): Handbuch Mergers & Acquisitions Management. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden, S. 287-314.

Görtz, Birthe (2006): Due Diligence als Schlüssel zum Erfolg von Mergers & Acquisitions. Erfolgsfaktoren von Due Diligence Untersuchungen. In: Wirtz, Bernd [Hrsg.] (2006): Handbuch Mergers & Acquisitions Management. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden, S. 519-532.

Götz, Rainer (2007): Aktuelle Fragen der Tax Due Diligence. In: Polster-Grüll, Barbara/Zöchling, Hans/Kranebitter, Gottwald [Hrsg.] (2007): Handbuch Mergers & Acquisitions. Rechtliche und steuerliche Optimierung. Ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien, S. 91-116.

Grote, Rainer (2007): Financial Due Diligence. In: Balz, Ulrich/Arlinghaus, Olaf [Hrsg.] (2007a): Praxisbuch Mergers & Acquisitions. Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration. 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, mi-Fachverlag, Landsberg am Lech, S. 95-133.

Gugler, Klaus/Mueller, Dennis/Yurtoglu, Burcin/Zulehner, Christine (2003): The effects of mergers: an international comparison. In: International Journal of Industrial Organization, No. 21, S. 625-653.

Guserl, Richard (2002): Schlüsselfaktoren erfolgreicher M&A-Transaktionen. In: Pernsteiner, Helmut/Mittermair, Klaus [Hrsg.] (2002): Handbuch Fusionen. Allgemeine, betriebswirtschaftliche, rechtliche und Branchen-Aspekte. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien, S. 113-152.

Habeck, Max/Kröger, Fritz/Träm, Michael (2002): Wi(e)der das Fusionsfieber. Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen. 2. überarbeitete Auflage, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden.

Hahn, Jochen (2011): So gut wie alles ist möglich. Die US-Börsen erwartet die nervöseste Handelswoche des Jahres. Die US-Ratingabstufung steht dabei im Mittelpunkt. Mindestens genauso wichtig ist allerdings der weitere Verlauf der Euro-

Schuldenkrise.

07.08.2011.

Internetadresse:

[http://www.wirtschaftsblatt.at/home/boerse/binternational/so-gut-wie-alles-ist-moeglich-483288/index.do?\\_vl\\_backlink=/home/boerse/index.do&\\_vl\\_pos=5.1.DT](http://www.wirtschaftsblatt.at/home/boerse/binternational/so-gut-wie-alles-ist-moeglich-483288/index.do?_vl_backlink=/home/boerse/index.do&_vl_pos=5.1.DT), Stand vom 05.11.2011.

Hansmeyer, Ekkehart/Roling, Jörg (2010): Allgemeine Aspekte der Due Diligence. In: Schramm, Marianne/Hansmeyer, Ekkehart [Hrsg.] (2010): Transaktionen erfolgreich managen. Ein M&A Handbuch für die Praxis. Franz Vahlen GmbH, München, S. 79-97.

Haspeslagh, Phillippe/Jemison, David (1992): Akquisitionsmanagement. Wertschöpfung durch strategische Neuausrichtung des Unternehmens. Campus Verlag, Frankfurt am Main.

Healy, Paul/Palepu, Krishna/Ruback, Richard (1992): Does corporate performance improve after mergers? In: Journal of Financial Economics, S. 135-175.

Herbert Smith (2011): Tax in European M&A. April 2011. Internetadresse: <http://www.herbertsmith.com/NR/rdonlyres/9F0684AE-6FBD-419C-82B3-B524A8C086DF/0/7965TaxinEuropeanMandAbrochured24.pdf>, Stand vom 05.11.2011.

Hommel, Ulrich/Grass, Gunnar (2008): Unternehmensbewertung. In: Picot, Gerhard [Hrsg.] (2008a): Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 374-399.

Hostettler, Stephan (1997): Das Konzept des Economic Value Added (EVA). Masstab für finanzielle Performance und Bewertungsinstrument im Zeichen des Shareholder Value – Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften. Verlag Paul Haupt Bern, Stuttgart/Wien.

Hölters, Wolfgang [Hrsg.] (2005): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs. 6., neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Otto Schmidt Verlag, Köln.

Jansen, Stephan (2008): Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisitionen und –kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung. 5., überarbeitete und erweiterte Auflage, GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.

Jansen, Stephan (2000): Post Merger Management in Deutschland – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung (I). In: M&A Review, September 2000, S. 334-338.

Jensen, Michael (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. In: The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, S. 323-329.

Kammer der Wirtschaftstreuhänder (2006): Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung. In: RWZ, Ausgabe 4/2006, S. 124-132.

Kammerlander, Hermann (2007): Kaufpreisfestsetzung bei Unternehmenstransaktionen. Completion Accounts, Locked Box Mechanismus und Earn Out Verfahren. In: Polster-Grüll, Barbara/Zöchling, Hans/Kranebitter, Gottwald [Hrsg.] (2007): Handbuch Mergers & Acquisitions. Rechtliche und steuerliche Optimierung. Ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien, S. 837-858.

Kaplan, Steven/Weisbach, Michael (1992): The success fo acquisitions: Evidence from Divestitures. In: The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 1, S. 107-138.

Kästle, Florian/Oberbracht, Dirk (2005): Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement. Beck Verlag, München.

Keller, Michael/Marquardt, Oliver (2011): Jahresrückblick 2010 und Ausblick 2011 auf dem deutschen Small- und Mid-Cap M&A Markt. In: M&A Review, 2/2011, S. 58-62.

Kitching, John (1967): Why do Mergers Miscarry? In: Harvard Business Review. Vol. 45, No. 6, S. 84-101.

Köppen, Jens (2004): Synergieermittlung im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen. Beurteilung der Vorgehensweise anhand eines Referenzmodells. Deutscher Universitäts-Verlag/GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.

KPMG (2010): The determinants of M&A success. What factors contribute to deal success? February 2010, Internetadresse:

[http://www.kpmg.com/NL/nl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/PDF/Transaction%20Services/Determinants\\_MA\\_Success.pdf](http://www.kpmg.com/NL/nl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/PDF/Transaction%20Services/Determinants_MA_Success.pdf), Stand vom 05.11.2011.

KMPG (2008): Doing Deals in Tough Times. Best Practices of Leading M&A Teams. 07.08.2008, Internetadresse: [http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/leading\\_MA\\_teams\\_O\\_0807.pdf](http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/leading_MA_teams_O_0807.pdf), Stand vom 05.11.2011.

KMPG (2001): World Class Transactions. Insights into creating shareholder value through mergers and acquisitions. 2001, Internetadresse: <http://aci.kpmg.com.hk/docs/evolving%20issues/insights%20into%20creating%20shareholder%20value.pdf>, Stand vom 05.11.2011.

KPMG (1999): Unlocking Shareholder Value: The Keys to success. November 1999, Internetadresse: [http://www.imaainstitute.org/docs/m&a/kpmg\\_01\\_Unlocking%20Shareholder%20Value%20-%20The%20Keys%20to%20Success.pdf](http://www.imaainstitute.org/docs/m&a/kpmg_01_Unlocking%20Shareholder%20Value%20-%20The%20Keys%20to%20Success.pdf), Stand vom 05.11.2011.

Kuipers, David/Miller, Darius/Patel, Ajay (2009). The Legal Environment and Corporate Valuation: Evidence from Cross-Border Takeovers. In: International Review of Economics and Finance, No. 18, S. 552-567.

Kurandt, Dieter (1972): Fusionen deutscher Aktiengesellschaften in den Jahren 1957-1970: Eine empirische Untersuchung über Gründe und Wirkungen. aku-Fotodruck, Saarbrücken. Zitiert nach: Bamberger, Burkhard (1994): Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland. Eine theoretische und empirische Untersuchung. Josef Eul Verlag GmbH, Bergisch Gladbach.

Leitner, Reinhard/Trinkl, Andrea (2001): Finanzierung und steuerrechtliche Probleme von M&A. In: Girking, Willibald/Stiegler, Harald [Hrsg.] (2001): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien. Universitätsverlag Rudolf Trauner, Linz, S. 295-338.

Lindstädt, Hagen (2006): Ziele, Motive und Kriterien für Unternehmenszusammenschlüsse. Wertorientierung aus strategischer Perspektive. In: Wirtz, Bernd [Hrsg.] (2006): Handbuch Mergers & Acquisitions Management.

Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden, S. 57-78.

Lohninger, Heinz (2001): Mergers & Acquisitions (M&A): Kooperationsbereitschaft – die Bedingungen im Post-Merger-Integrationsprozess. In: Girkinger, Willibald/Stiegler, Harald [Hrsg.] (2001): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien. Universitätsverlag Rudolf Trauner, Linz, S. 383-416.

Loughran, Tim/Vijh, Anand (1997): Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions. In: The Journal of Finance, Vol. LII, No. 5, S. 1765-1790.

Löffler, Christoph (2002): Tax Due Diligence beim Unternehmenskauf. Analyse und Berücksichtigung steuerlicher Risiken und Chancen. IDW-Verlag GmbH, Düsseldorf.

Lucks, Kai/Meckl, Reinhard (2002): Internationale Mergers & Acquisitions. Der prozessorientierte Ansatz. Springer-Verlag, Heidelberg.

Meeks, Geoffrey (1977): Disappointing marriage: A study of the gains from merger. Cambridge University Press, Cambridge.

Menz, Markus/Ebersbach, Lydia/Menges, Jochen [Hrsg.] (2007): Mergers & Acquisitions. Von der Strategie zur Integration. Haupt Verlag, Bern.

Morck, Randall/Shleifer, Andrei/Vishney, Robert (1990): Do managerial objectives drive bad acquisitions? In: The Journal of Finance, Vol. XLV, No. 1, S. 31-48.

Moser, Gerald (2011): M&A: Share Deal und Asset Deal aus ertragsteuerlicher Sicht. In: Aufsichtsrat aktuell, Ausgabe 3/2011, S. 20-24.

Möller, Wolf-Peter (1983): Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen: Eine empirische Untersuchung, München. Zitiert nach: Bamberger, Burkhard (1994): Der Erfolg von Unternehmensakquisitionen in Deutschland. Eine theoretische und empirische Untersuchung. Josef Eul Verlag GmbH, Bergisch Gladbach.

Mulherin, Harold/Boone, Audra (2000): Comparing acquisitions and divestitures. In: Journal of Corporate Finance. No. 6, S. 117-139.

Müller-Stewens, Günter (2009): Zeit für eine Denkpause. 24.03.2009, Internetadresse: <http://www.harvardbusinessmanager.de/meinungen/blogs/a-615018.html>, Stand vom 05.11.2011.

Müller-Stewens, Günter/Kunisch, Sven/Binder, Andreas [Hrsg.] (2010): Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

Niewiarra, Manfred (2006): Unternehmenskauf. 3. erweiterte Auflage, Berliner Wissenschafts-Verlag GmbH, Berlin.

o.A. (2010a): Akquisitionen. Jede zweite Übernahme ist ein Flop. Nach großen Firmenübernahmen geht der Aktienkurs oft deutlich nach unten. In: Der Presse, Ausgabe vom 17.08.2010, S. 17.

o.A. (2010b): Die siebte M&A-Welle rollt – Grassiert ein neues Fusionsfieber? In: M&A Review, Ausgabe 10/2010, S. III.

o.A. (2005): Haftung nach Abbruch von Vertragsverhandlungen. In: Österreichisches Recht der Wirtschaft (RdW), Heft 7/2005, S. 415.

Pernsteiner, Helmut/Mittermair, Klaus [Hrsg.] (2002): Handbuch Fusionen. Allgemeine, betriebswirtschaftliche, rechtliche und Branchen-Aspekte. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien.

Picot, Gerhard [Hrsg.] (2008a): Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

Picot, Gerhard (2008b): Das vorvertragliche Verhandlungsstadium bei der Durchführung von Mergers & Acquisitions In: Picot, Gerhard [Hrsg.]: Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 156-205.

Picot, Gerhard (2008c): Vertragliche Gestaltung besonderer Erscheinungsformen der Mergers & Acquisitions. In: Picot, Gerhard [Hrsg.] (2008): Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 270-373.



Picot, Gerhard (2008d): Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions. In: Picot, Gerhard [Hrsg.] (2008a): Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 2-47.

Polster-Grüll, Barbara/Zöchling, Hans/Kranebitter, Gottwald [Hrsg.] (2007): Handbuch Mergers & Acquisitions. Rechtliche und steuerliche Optimierung. Ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien.

PWC (o.J.): Die österreichische Steuerreform 2005. Steuerimpuls für den Wirtschaftsstandort. o.J. Internetadresse: <http://www.pwc.com/at/de/publikationen/steuern-und-recht/die-oesterreichische-steuerreform-2005.pdf>, Stand vom 05.11.2011.

Ravenscraft, David/Scherer, Frederic (1987): Mergers, sell-offs, and economic efficiency. Brookings Institution, Washington.

Rockholtz, Carsten (2008): Due Diligence-Konzeption zum synergieorientierten Akquisitionsmanagement. In: Berens, Wolfgang/Brauner, Hans/Strauch, Joachim [Hrsg.] (2008): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5., überarbeitete Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 185-206.

Rockholtz, Carsten (1999): Marktwertorientiertes Akquisitionsmanagement. Due-Diligence-Konzeption zur Identifikation, Beurteilung und Realisation akquisitionsbedingter Synergiepotentiale. Lang Verlag, Frankfurt am Main.

Rohn, Eva (2011): Budgetbegleitgesetz 2011 – Änderungen bei der Besteuerung von Beteiligungsveräußerungen. In: Journal für Erbrecht und Vermögensnachfolge (JEV). Ausgabe 2011/6, Heft 1, S. 6-16.

Roll, Richard (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. In: Journal of Business, Vol. 59, No. 2, Pt. 1, S. 197-216.

Schramm, Marianne/Hansmeyer, Ekkehart [Hrsg.] (2010): Transaktionen erfolgreich managen. Ein M&A-Handbuch für die Praxis. Franz Vahlen GmbH, München.

Schreiner, Andreas/Wirth, Markus/Wirth, Thomas (2010): From Good to Great – Erfolgsfaktoren aus der Praxis in der Umsetzung von Post Merger Management. In: Müller-Stewens, Günter/Kunisch, Sven/Binder, Andreas [Hrsg.] (2010): Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 289-307.

Seiler, Karl (2004): Unternehmensbewertung. Wertermittlung bei Kauf, Verkauf und Fusion von kleinen und mittleren Unternehmen. Springer Verlag, Heidelberg.

Semler, Franz-Jörg (2005): Der Unternehmens- und Beteiligungskaufvertrag. In: Hölter, Wolfgang [Hrsg.] (2005): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs. 6., neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Otto Schmidt Verlag, Köln, S. 652-750.

Steinöcker, Reinhard (1993): Akquisitionscontrolling. Strategische Planung von Firmenübernahmen. Konzeption – Transaktion – Integration. Walhalla und Praetoria Verlag, Berlin/Bonn/Regensburg.

Stelter, Daniel/Roos, Alexander (2006): Organisation strategiegetriebener M&As. In: Wirtz, Bernd [Hrsg.] (2006): Handbuch Mergers & Acquisitions Management. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden, S. 339-358.

Stich, Robert (1974): Have U.S. mergers been profitable? In: Management International Review, S. 33ff.

Taxand (2010): Global Guide to M&A Tax. 2010. Internetadresse: [http://www.magisters.com/files/right/FileName\\_EN\\_78.pdf?lang=en&](http://www.magisters.com/files/right/FileName_EN_78.pdf?lang=en&), Stand vom 05.11.2011.

The Boston Consulting Group (2004): Growing through acquisitions. The successful value creation record of acquisitive growth strategies. May 2004, Internetadresse: [http://thelapisgroup.com/attachments/Growing\\_Through\\_Acquisitions\\_rpt.pdf](http://thelapisgroup.com/attachments/Growing_Through_Acquisitions_rpt.pdf), Stand vom 05.11.2011.

Thomson Reuters (2011): M&A Volume Trends. Zitiert nach: Thomson One (2011): M&A Volume Trends. Internetadresse: <http://www.thomsonone.com>, Stand vom 05.11.2011.

Timmreck, Christian (2007): Unternehmensbewertung. In: Balz, Ulrich/Arlinghaus, Olaf [Hrsg.] (2007a): Praxisbuch Mergers & Acquisitions. Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration. 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, mi-Fachverlag, Landsberg am Lech, S. 135-162.

Timmreck, Christian/Bäzner, Bernd (2008): Mergers & Acquisitions als strategisches Instrument im Rahmen der Branchenkonsolidierung. In: Picot, Gerhard [Hrsg.] (2008a): Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S. 83-109.

Trenkwalder, Verena (2002): Nationales Steuerrecht und Fusionen. In: Pernsteiner, Helmut/Mittermair, Klaus [Hrsg.] (2002): Handbuch Fusionen. Allgemeine, betriebswirtschaftliche, rechtliche und Branchen-Aspekte. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien, S. 693-713.

Trenkwalder, Verena/Waitz-Ramsauer, Kornelia (2007): Steuerliche Behandlung von Transaktions-, Geldbeschaffungs- und sonstigen Nebenkosten (inklusive Umsatzsteuer). In: Polster-Grüll, Barbara/Zöchling, Hans/Kranebitter, Gottwald [Hrsg.] (2007): Handbuch Mergers & Acquisitions. Rechtliche und steuerliche Optimierung. Ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien, S. 249-263.

Tschöke, Kai/Klemen, Bernhard (2011a): Auf zu neuen Höhen im internationalen M&A-Geschäft?. In: M&A Review, 3/2011, S. 128-133.

Tschöke, Kai/Klemen, Bernhard (2011b): Wachsende Zuversicht – der internationale M&A-Markt nach der Krise. In: M&A Review, 6/2011, S. 285-289.

Tschuschnig, Andreas (2007): Optimierung von steuerlichen Verlustvorträgen im Rahmen von M&A-Transaktionen – steuerliche Verlustvorträge als „deal-breaker“. In: Polster-Grüll, Barbara/Zöchling, Hans/Kranebitter, Gottwald [Hrsg.] (2007): Handbuch Mergers & Acquisitions. Rechtliche und steuerliche Optimierung. Ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien, S. 277-301.

Ungerath, Michael/Hoyningen-Huene, Joachim (2005): PMI: Integrationserfolg zwischen Konsens und Durchsetzungskraft. In: M&A, 3/2005, S. 131-132.

Vogel, Dieter (2002): M&A. Ideal und Wirklichkeit. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden.

Volkart, Rudolf (2002): Unternehmensbewertung und Akquisitionen. 2. Auflage, Versus Verlag, Zürich.

Von Keitz, Isabel (2007): Der Akquisitionsprozess – Unternehmenskauf aus prozessualer Sicht. In: Balz, Ulrich/Arlinghaus, Olaf [Hrsg.] (2007a): Praxisbuch Mergers & Acquisitions. Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration. 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, mi-Fachverlag, Landsberg am Lech, S. 41-62.

Walter, Thomas (2008): Umgründungssteuerrecht. Ein systematischer Grundriss. 7., überarbeitete Auflage, Facultas Verlags- und Buchhandlungs AG, Wien.

Weber, Jürgen/Bramsemann, Urs/Heineke, Carsten/Hirsch, Bernhard (2004): Wertorientierte Unternehmenssteuerung. Konzepte – Implementierung – Praxisstatements. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden.

Weddigen, Rolf Magnus/Seemann, Axel (2007): M&A-Erfolgsfaktoren aus der Sicht von Bain & Company. In: Menz, Markus/Ebersbach, Lydia/Menges, Jochen [Hrsg.] (2007): Mergers & Acquisitions. Von der Strategie zur Integration. Haupt Verlag, Bern, S. 61-70.

Wifo (2008): Alternative Finanzierungsformen der Pflegevorsorge. Juni 2008. Internetadresse:

[http://www.bmask.gv.at/cms/site/attachments/5/0/4/CH2094/CMS1313493260454/pflegestudie\\_modul2\\_endfassung.pdf](http://www.bmask.gv.at/cms/site/attachments/5/0/4/CH2094/CMS1313493260454/pflegestudie_modul2_endfassung.pdf), Stand vom 05.11.2011.

Wilplinger, Christian (2007): Unternehmenskauf und –verkauf steueroptimal gestalten. Facultas Verlags- und Buchhandels AG, Wien.

Wirtz, Bernd [Hrsg.] (2006): Handbuch Mergers & Acquisitions Management. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden.

Wirtz, Bernd/Schilke, Oliver (2006): Struktur und Ablauf des Akquisitionsmanagement. In: Wirtz, Bernd [Hrsg.] (2006): Handbuch Mergers & Acquisitions Management.

Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden, S. 317-337.

WISO-Diskurs (2011): Vermögensbesteuerung – Chancen, Risiken und Gestaltungsmöglichkeiten. April 2011. Internetadresse: <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/07994.pdf>, Stand vom 05.11.2011.

Wöhler, Christoph/Cumpelik, Colin (2006): Orchestrierung des M&A-Transaktionsprozesses in der Praxis. In: Wirtz, Bernd [Hrsg.] (2006): Handbuch Mergers & Acquisitions Management. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler/GWV Fachverlag GmbH, Wiesbaden, S. 451-469.

# Anhang

## Abstract

Der Bereich der Mergers & Acquisitions (M&A) erreichte im Jahr 2007 mit einem weltweiten Volumen von rund 4,5 Billionen US-Dollars seinen bisherigen Höhepunkt. Mit dem Ausbruch der Subprime Krise erlitt der Markt in den darauf folgenden Jahren einen drastischen Absturz. Das Jahr 2010 und der Beginn des Jahres 2011 zeigten erstmals wieder positive Wachstumsraten und deuteten somit auf das Ende der Krise hin. Da aktuelle Entwicklungen eine erneute Unsicherheit auf den Märkten auslösten ist es dennoch fraglich, wann die nächste M&A-Welle zu erwarten ist. Auch wenn Unternehmensakquisitionen und Fusionen in der Weltwirtschaft beliebt sind, gibt es zahlreiche Beispiele, wo Transaktionen als Misserfolg endeten. Aus diesem Grund beschäftigt sich die vorliegende Magisterarbeit mit potentiellen Erfolgsfaktoren von M&A Transaktionen, wobei vor allem empirische Studien dazu analysiert werden. Weiters sollten die gängigsten steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten und ihre Optimierung erläutert werden, da diese besonders bei der Festlegung der Transaktionsform eine wesentliche Rolle spielen.

Zu Beginn der Arbeit werden die theoretischen Grundlagen erläutert, wobei neben der Begriffsdefinition von M&A, die Darstellung verschiedener Transaktionsformen und ihrer Motive erfolgt. Das dritte Kapitel beschäftigt sich mit den einzelnen Phasen, die sich in die Strategie-, Transaktions- und Integrationsphase gliedern. Die wesentlichen Punkte im Rahmen der Transaktionsphase sind dabei die Auswahl des Zielunternehmens, die Due Diligence, die Unternehmensbewertung und die Vertragsgestaltung von M&A Transaktionen.

Das vierte Kapitel beschäftigt sich zuerst mit der Erfolgsmessung von M&A Transaktionen, wobei ausgewählte empirische Untersuchungen dargestellt werden. Danach wird versucht die Hauptfrage der vorliegenden Arbeit zu beantworten, das heißt welche Kriterien für den Erfolg von M&A Transaktionen ausschlaggebend sind. Neben den Meinungen in der Literatur werden dazu auch empirische Studien analysiert.

Im letzten Abschnitt werden die verschiedene steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten wie der Asset und Share Deal sowie die Anwendung des Umgründungssteuerrechts dargestellt. Weiters erfolgt ein Überblick, wie aus Käufer- und Verkäufersicht eine M&A Transaktion steueroptimal gestaltet werden kann.

Den Abschluss der Arbeit bildet eine Zusammenfassung, in der die wesentlichen Ergebnisse dargestellt und analysiert werden.

# Lebenslauf

## Angaben zur Person

Nachname / Vorname **EDLINGER Melanie**  
Adresse Ettenreichgasse 8/14  
1100 Wien  
Mobil 0699 81385240  
E-Mail [melanie\\_edlinger@hotmail.com](mailto:melanie_edlinger@hotmail.com)  
Staatsangehörigkeit Österreich  
Geburtsdatum und -ort 24.01.1986 / Bruck an der Mur

## Bildungsweg

Name der Bildungseinrichtung **Universität Wien**  
Datum (von-bis) Oktober 2008 – derzeit  
Studiengang Masterstudium Betriebswirtschaft  
Spezialisierungen Corporate Finance, Controlling

Name der Bildungseinrichtung **Fachhochschule Wiener Neustadt**  
Datum (von-bis) September 2005 – Juli 2008  
Studiengang Bachelorstudium Wirtschaftsberatung  
Spezialisierungen Vermögens- und Finanzberatung, Immobilienmanagement  
Abschluss Bachelor of Arts in Business (B.A.) am 27.06.2008

Name der Bildungseinrichtung **Bundeshandelsakademie Bruck an der Mur**  
Datum (von-bis) September 2000 – Juli 2005  
Fachrichtung Internationale Wirtschaft  
Abschluss Reifeprüfung mit ausgezeichnetem Erfolg bestanden am 01.07.2005

Name der Bildungseinrichtung **Bundesgymnasium Kapfenberg**  
Datum (von-bis) September 1996 – Juli 2000  
Fachrichtung Schulversuch mit 2. lebender Fremdsprache Italienisch

Name der Bildungseinrichtung **Volksschule Dr. Jonas in Kapfenberg**  
Datum (von-bis) September 1992 – Juli 1996

## Berufserfahrung

Name und Adresse des Arbeitgebers **Ernst & Young Wirtschaftsprüfungsgesellschaft m.b.H., Wagramer Straße 19, 1220 Wien**  
Tätigkeitsbereich Assistant im Bereich Transaction Advisory Services  
Zeitraum (von-bis) 01.04.2011 – derzeit

Wichtigste Tätigkeiten und Zuständigkeiten Mitarbeit in der Durchführung von Financial Due Diligences, Beratung bei Mergers & Acquisitions sowie Restrukturierungen, Mithilfe bei der Erstellung von integrierten Unternehmensplanungen, Unterstützung bei Impairment Tests und Purchase Price Allocations, Unterstützung der Klienten bei der Festlegung von Verhandlungsstrategien



Name und Adresse des Arbeitgebers	<b>Leitner+Leitner GmbH; Am Heumarkt 7, 1030 Wien</b>
Tätigkeitsbereich	Teilzeitstudentin Banking & Finance
Zeitraum (von-bis)	03.02.2010 – 31.03.2011
Wichtigste Tätigkeiten und Zuständigkeiten	Erarbeitung von Lösungsvorschlägen bei steuerlichen Fragen, Literaturrecherchen und Stellungnahmen im Bereich des (inter)nationalen Steuerrechts und der Kapitalmarktprodukte (Immobilienfonds, Investmentfonds, geschlossene Sachfonds), Erstellung von Steuererklärungen und Selbstanzeigen, Vorbereitung von Fachvorträgen
Name und Adresse des Arbeitgebers	<b>s Bausparkasse AG, Beatrixgasse 27, 1030 Wien</b>
Tätigkeitsbereich	Praktikantin Abteilung Großvolumiger Wohnbau
Zeitraum (von-bis)	03.08.2009 – 30.09.2009
Wichtigste Tätigkeiten und Zuständigkeiten	Bearbeitung und Kontrolle von Listen, Erstellen von Kundenauswertungen, Mitarbeit Kundengestionierung, Immobilienanalysen (Analyse möglicher Finanzierungsobjekte hinsichtlich der Standort- und Objektqualität sowie Rentabilitäts- und Entwicklungschancenbetrachtung)
Name und Adresse des Arbeitgebers	<b>PORR Technobau und Umwelt AG, Absberggasse 47, 1103 Wien</b>
Tätigkeitsbereich	Praktikantin Unternehmensstrategie
Zeitraum (von-bis)	07.07.2008 – 12.09.2008
Wichtigste Tätigkeiten und Zuständigkeiten	Erfassen verschiedener Instrumente für die Strategieentwicklung, Mitarbeit bei der Umsetzungen mittels Balanced Scorecard, Analyse von Geschäftsberichten, Internetrecherche, Erstellen von Markt- und Wettbewerbsanalysen, Aufbereitung von PowerPoint-Präsentationen
Name und Adresse des Arbeitgebers	<b>Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Brandstätte 7-9, 1010 Wien</b>
Tätigkeitsbereich	FH-Berufspraktikantin Abteilung Gewerblicher Wohnbau
Zeitraum (von-bis)	02.01.2008 – 31.03.2008
Wichtigste Tätigkeiten und Zuständigkeiten	Einarbeiten in die interne Abläufe, Erwerb von Kenntnissen über EDV-Abläufe, Mitarbeit bei Entscheidungen im Bereich Neubaufinanzierungen, Zinshausankäufe und Zinshausanierungen, Gestionierung der Immobilienkunden (Anwaltskorrespondenz, Lastenfreistellungen, etc.), Baufortschrittskontrollen, Eigenständige Liegenschaftsbewertungen

## Persönliche Fähigkeiten und Kompetenzen

Sprachkenntnisse	<b>Englisch</b> in Wort und Schrift
	<b>Italienisch</b> Grundkenntnisse
EDV-Kenntnisse	MS Office Paket (Word, Powerpoint, Excel, Access, Visio, Project) ECDL Core Zertifikat (alle Module) ECDL Advanced Zertifikat (Modul Textverarbeitung) SAP R/3 System (MM, SD, FI) R & S Immobilienbewertungssoftware
Sonstige Kompetenzen	Persönlichkeitsbildende Fächer (im Rahmen des FH-Studiums): Teambuilding, Kommunikation, Präsentationstechnik, Moderationstechnik, Sitzungstechnik, Beraterkompetenzen
Führerschein	Klasse B