

2. Aktuelle Herausforderungen für M&A: ein Überblick

Die starke Zunahme von Veränderungen im Umfeld von Unternehmen führt zu einer steigenden Unsicherheit für Entscheidungen auf nahezu allen Managementebenen. Regulative Verschärfungen auf nationaler und supranationaler Ebene, eine starke Beschleunigung der Technologieänderungen und Innovationsraten v. a. durch die Digitalisierung, eine nie da gewesene geldpolitische Expansion mit erheblichen Auswirkungen auf den Fremd- und Eigenkapitalbereich, die Covid-19-Pandemie und die geopolitischen Konflikte mit allen Konsequenzen für die makro- und mikroökonomische Situation der Wirtschaftsteilnehmer sind die wesentlichen Faktoren für diese Unsicherheiten. Und natürlich ist auch M&A als strategisches Instrument der Unternehmensentwicklung von diesen Entwicklungen und Unsicherheiten betroffen. Durch diese Unsicherheit über die Zukunftsentwicklung entstehen Chancen und Risiken, die zu Planabweichungen führen können. Risiken führen zu systematischen und vorhersehbaren Abweichungen von den Planwerten einer Managementplanung und sind zu beachten, um die für die Unternehmensbewertung erforderlichen „erwartungstreuen Planwerte“ zu berechnen.⁹ Der Umfang möglicher Planabweichungen, der aggregierte Gesamtrisikoumfang, bestimmt zudem den bei der Akquisitionsbewertung wichtigen Eigenkapital- und Liquiditätsbedarf des Unternehmens sowie die ebenfalls vom Risikoumfang abhängigen risikoadäquaten Kapitalkosten.¹⁰

Die systematische Analyse der Risiken eines Target-Unternehmens und die Beurteilung, um wieviel sich der Risikoumfang des eigenen Unternehmens im Falle einer Akquisition dieses Target-Unternehmens ändert, sind bei M&A-Entscheidungen von grundlegender Bedeutung.¹¹ Und so haben sich neue Themenkomplexe im Rahmen der Theorie und Praxis von M&A herausgebildet, die als konzeptionelle und instrumentelle Antwort auf die oben dargestellten Herausforderungen interpretiert werden können. Ziel dieses Kapitels ist es, die aktuellen und prognostisch relevanten „neuen M&A-Themen“ in ihrer Relevanz und Grundsatzproblematik darzustellen und erste Empfehlungen zur Behandlung und Integration dieser neuen Herausforderungen in den M&A-Prozess abzuleiten.¹²

9 Also solche, die sich „im Mittel“ über die risikobedingt möglichen Zukunftsszenarien bestimmen lassen, siehe dazu Behringer/Gleißner, 2021.

10 Vgl. Gleißner, 2019c.

11 Vgl. Gleißner/Ihlau/Lucks/Meckl, 2023, an dem die folgenden Überlegungen teilweise angelehnt sind.

12 Vgl. weiterführend FAUB, 2021.

2.1 Die Implikationen von ESG für die M&A-Entscheidung und für den M&A-Prozess

ESG (Environment, Social, Governance)-Faktoren haben als Entscheidungskriterium auf allen Ebenen der Unternehmensführung stark an Bedeutung gewonnen.¹³ Hintergrund ist eine generelle Diskussion über die Rolle von Unternehmen in einer modernen Gesellschaft. Unter dem Begriff „Corporate Purpose“ hat sich eine zunächst stark akademisch getriebene Diskussion vor allem in den USA, aber auch in Kontinentaleuropa entwickelt, die privaten Unternehmen eine hohe Verantwortung hinsichtlich der Auswirkungen ihres geschäftlichen Handelns auf die Gesellschaft auferlegt. Ein zentraler Gedanke besteht darin, dass sich die Unternehmensführung nicht mehr nur an den Interessen der Eigentümer („Shareholder“) ausrichten, sondern die Interessen aller am Unternehmen beteiligten Gruppen wie Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Fremdkapitalgeber oder der Staat und Gesellschaften („Stakeholder“) bei Entscheidungen berücksichtigen sollten.

Die praktische Umsetzung dieser Thematik hat durch die „Principles for Responsible Investment“, erstellt von der gleichnamigen Organisation PRI¹⁴ in Zusammenarbeit mit der UNO, deutlich an Dynamik gewonnen. Insbesondere Kapitalmarktinvestoren fordern zunehmend von Unternehmen, als institutionelle Anleger, dass sie bei ihren Investitionsentscheidungen, diese Principles erfüllt werden. Gegliedert sind diese Principles in die drei o. g. ESG-Kategorien.

ESG-Faktoren umfassen umweltpolitische Aspekte, soziale Verteilungsthemen und auch Fragen zur Struktur und Entscheidungsfindung in Unternehmen. Dabei sind ESG-Themen gerade bei der Investitionsentscheidung von Finanzinvestoren keine Randerscheinung mehr, da diese höheren Chancen auf eine positive Performance ihres Portfolios erwarten. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten in der Unternehmensführung führt zur Reduzierung von Risiken, einer Steigerung der Unternehmensreputation und zu Vorteilen für die Stakeholder. Die Berücksichtigung der ESG-Faktoren wird in Zukunft Voraussetzung für eine positive Positionierung am Kapitalmarkt und entsprechende Ratings sein. Nachhaltiges Handeln wirkt sich auch auf den Wert von Unternehmen aus.¹⁵

Eine solche Entwicklung hat auch Auswirkungen auf M&A -Transaktionen.¹⁶ Dass M&A-Transaktionen traditionell in Theorie und Praxis sehr eindeutig nach Sharehol-

13 Boche, M./Gebert, F., 2022: ESG auf dem Weg zur Norm: Wichtige Trends 2022. In: M&A Review, H. 3, 2022, S. 86–90.

14 <https://www.unpri.org/>.

15 Vgl. Ihlau, S./Zwenger, K., 2020: Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten bei Anlageentscheidungen und Unternehmensbewertung. In: BetriebsBerater, H. 38, 2020, S. 2091–2095.

16 Vgl. Franklin, J., 2019: ESG now a key factor in M&A. In: International Financial Law Review. Sept. 18, 2019.

der-Value-Kriterien bewertet werden, macht die Auswirkungen von ESG-Faktoren auf M&A-Transaktionen noch schwerwiegender. Dabei sollte bei der Analyse dieser Auswirkungen zwischen der Grundsatzentscheidung für bzw. gegen eine M&A-Transaktion und den Implikationen für die Abwicklung einer Transaktion unterschieden werden.

Was die Auswirkungen auf die Grundsatzentscheidung betrifft, so besteht die zentrale Frage in der Einschätzung, ob und ggf. wie ESG-Faktoren die Wertsteigerung durch eine M&A-Transaktion beeinflussen. Hier können folgende Argumente für eine Wertsteigerung durch die Berücksichtigung von ESG-Faktoren angeführt werden:

- Ziel einer ESG-orientierten M&A-Strategie kann die Steigerung der Reputation sein.
- ESG-Aspekte können die Basis für neue Geschäftsmodelle, die mit M&A-Transaktionen aufgebaut werden, sein.
- Rechtliche und finanzielle Risiken können vermindert werden, wenn ESG-Faktoren bereits zu Beginn einer M&A-Entscheidung sowie im gesamten Prozess berücksichtigt werden.
- Eine Compliance mit zukünftigen, restriktiveren Regulierungen im ESG-Bereich wird wahrscheinlicher.
- Eine leichtere und vor allem kostengünstigere Finanzierung der Transaktion auf der Fremdkapitalseite wird unterstützt.
- Aus Verkäufersicht liegt bei einer positiven ESG-Performance eine höhere Attraktivität des Verkaufsobjekts, was zu einer Steigerung des Verkaufspreises führen kann.

Allerdings beinhaltet die Berücksichtigung von ESG-Faktoren auch Risiken, die insbesondere die Transaktionswahrscheinlichkeit betreffen, da

- strategisch sinnvolle Zukäufe durch dieses zusätzliche Anforderungskriterium verhindert werden könnten,
- die klare, auf Wertsteigerung ausgerichtete Zielsetzung von M&A-Transaktionen durch Aufnahme zusätzlicher, ggf. konträrer Entscheidungskriterien verwässert werden könnte,
- die Bestimmung einer anzustrebenden ESG-Performance stark von politischen sowie subjektiven Einschätzungen abhängt,
- Metriken zur Bestimmung der ESG-Performance eines Kaufobjekts und von ESG-Risiken noch größtenteils fehlen,
- Ggf. zusätzliche Prozesskosten z. B. durch ESG-bezogene Gutachten entstehen können,
- Nachteile im Wettbewerb mit Käufern, die ESG-Kriterien nicht berücksichtigen, entstehen können, sowie

- aus Verkäufersicht bei teilweiser Non-Compliance mit ESG-Standards ein Wertverlust des Verkaufsobjekts möglich ist.

Was die Auswirkungen auf den M&A-Prozess selbst betrifft, so stellt sich die Herausforderung, dass diese neuen, teilweise nur schwer zu quantifizierenden Kriterien in die verschiedenen Arbeitspakete integriert werden müssen. Da es sich bei Nachhaltigkeitsfaktoren häufig um nicht-finanzielle Aspekte handelt, stellt deren Analyse und Bewertung in der Praxis eine Herausforderung dar. Im Folgenden werden Aspekte der Berücksichtigung von ESG Faktoren im M&A-Prozess beschrieben.

Strategie

Unternehmen können M&A-Transaktionen nutzen, um ihre ESG-Ziele zu erreichen. Käufer mit einer schwachen ESG-Performance können durch die Übernahme eines Unternehmens mit einer starken ESG-Performance ihre generelle ESG-Position verbessern. Unternehmen, deren Geschäftsmodelle aufgrund von ESG-Themen in den nächsten Jahren obsolet werden könnten, können durch M&A-Transaktionen ihr Geschäftsmodell transformieren. Die ESG-Strategie bestimmt damit maßgeblich die Auswahl von Targets.

Screening

Diese systematische Suche und Auswahl von Zielunternehmen¹⁷ muss entsprechend ein ESG-orientiertes Kriterium enthalten. Entsprechend sollte neben dem „strategischen“, dem „kulturellen“ und dem „finanziellen“ Fit ein ESG-Fit eingeführt werden, der schon in der Suchphase nach einem geeigneten Übernahmeziel sicherstellt, dass das Target ESG-konform ist. Problematisch in dieser frühen Phase des M&A-Prozesses ist die Verfügbarkeit von Informationen, die für alle ESG-Faktoren eine vorläufige Einschätzung erlauben.¹⁸ Vermutlich tritt dieses Problem verstärkt bei Akquisitionen in Ländern auf, die von Unternehmen kein verpflichtendes Sustainability-Reporting fordern. Gleiches gilt für Akquisitionen im KMU-Bereich.

Due Diligence

Ziel der ESG-Due Diligence ist die Untersuchung des Targets auf Reputationsrisiken, die Identifizierung von Haftungsrisiken sowie die Ermittlung und Quantifizierung von Wertsteigerungspotentialen bzw. künftigen Kosten. Die Analyse der ESG-Chancen und -Risiken, beispielsweise die Analyse getätigter, geplanter oder fehlender In-

17 Für eine überblicksartige Darstellung vgl. z. B. Lucks, K./Meckl, R., 2015: Internationale Mergers & Acquisitions. Der prozessorientierte Ansatz, S. 121–129.

18 Für einen ersten Messansatz für ESG im M&A-Prozess vgl. Bos, A. et al., 2022: Sind ESG-Faktoren eine veritable Option, um den Unternehmenswert im M&A-Zyklus zu steigern? In: M&A Review, H. 3, 2022, S. 60–64.

vestitionen, erfolgt auf Basis von Vergangenheitswerten und im Businessplan des Targets. Im Folgenden werden Beispiele für die einzelnen ESG-Faktoren genannt:¹⁹

- **Environmental:** Ölverschmutzungen, Treibhausgasemission, Industrieabfallverunreinigungen und die Erschöpfung lokaler Ressourcen können beispielsweise auf schlechte Umweltstandards, Verstöße gegen Sicherheitsstandards oder nicht nachhaltige Geschäftsmodelle zurückgeführt werden. Hier ist zu untersuchen, welche Kosten aus Maßnahmen zum Umweltschutz entstehen bzw. in welcher Höhe künftig Kosten eingespart werden können.
- **Social:** Personalfuktuation, Mitarbeiterschulung und -sicherheit, Mitarbeitermoral, Ethikrichtlinien und Mitarbeitervielfalt können die Fähigkeit eines Unternehmens beeinflussen, seinen Wettbewerbsvorteil aufrechtzuerhalten. Im Rahmen der Due Diligence erfolgt die Analyse der Risiken und Kosten, die durch künftige Sozialmaßnahmen (bspw. Rekrutierung) anfallen können. Auch mögliche künftige Absatzeinbußen bei Nichterfüllung sämtlicher sozialer Anforderungen sollten Gegenstand der Untersuchung sein.
- **Governance:** Unzureichende Implementierung und Einhaltung von Steuerungs- und Kontrollprozessen (Corporate Governance) können zu erheblichen Kosten führen. Faktoren, wie Eigentümerstruktur, IT-Infrastruktur, Unabhängigkeit und Zusammensetzung des Vorstands und dessen Vergütung, können als Leistungsindikatoren bei der Untersuchung von Risiken helfen. Bezüglich der Governance steht insbesondere die Analyse der Vergangenheit und des aktuellen Ist-Status des Targets im Vordergrund.

Bewertung

Investoren berücksichtigen Nachhaltigkeitsaspekte bei ihren Anlageentscheidungen und analysieren entsprechende ESG-Ratings. Die in der Praxis derzeit vorzufindenden Ratings von Rating-Agenturen sind jedoch sehr verschieden, tendenziell intransparent und verbesserungswürdig, so dass sich noch kein allgemein akzeptiertes Vorgehen bei der Integration von ESG-Ratings ergeben hat. Verbesserungen werden diesbezüglich durch die EU-Offenlegungsverordnung erwartet. Dennoch ist zu empfehlen, die Berücksichtigung der Ratings möglichst durch zusätzliche eigene Analysen zu ergänzen. Dies erfordert eine konsistente Berichterstattung und einheitliche Standards der Unternehmen, sodass ESG-Informationen des Targets zugänglich und vergleichbar sein müssen. Nur so können bei der Unternehmensbewertung ESG-Faktoren erfolgreich bei der Erstellung einer mittel- und langfristigen Planungsrechnung, auch im Hinblick auf die Markt- und Wettbewerbsanalyse, berücksichtigt werden.²⁰

19 Vgl. Pastor/Stambaugh/Taylor, 2021 sowie Brunner, 2020.

20 Für eine erste Abschätzung der Wirkung von ESG auf Unternehmenswerte vgl. z.B. Aouadi, A./Marsat, S., 2018: Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data. In: Journal of Business Ethics 151 (4), S. 1027–1047. DOI: 10.1007/s10551-016-3213-8.

Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist die Chancen- und Risikoanalyse entscheidend, um den Einfluss von ESG-Faktoren auf zukünftige, zu kapitalisierende Cashflows zu bestimmen. ESG-Themen haben meist auch finanzielle Auswirkungen, die quantifiziert und bei einer simulationsbasierten Bewertung direkt den Unternehmenswert beeinflussen, weil sie den Erwartungswert der Cashflows beeinflussen. So sind Anfangsinvestitionen in ESG-Bereiche oft mit hohen Kosten verbunden und können zunächst die Einsparungen oder positiven Effekte übersteigen. Investitionen in die Nachhaltigkeit können ESG-Risiken, wie die Bandbreite unsicherer Kosten zukünftiger CO₂-Emissionen, reduzieren. Langfristig ermöglicht dies den Fortbestand und Erfolg eines Unternehmens. Somit beeinflussen ESG-Faktoren in der Unternehmensbewertung sowohl die Planung der ersten Jahre als auch den Terminal Value und sind insb. in einer Grobplanungsphase individuell zu modellieren.

Die finanziellen Auswirkungen von Nachhaltigkeitsrisiken sind wie für alle anderen Risiken systematisch zu identifizieren, zu quantifizieren und über die Risikoaggregation bei der Unternehmensbewertung in ihren Auswirkungen für (1) Erwartungswert der Cashflows und Erträge und (2) Kapitalkostensatz zu berücksichtigen (simulationsbasierte Bewertung unter Beachtung von Nachhaltigkeitsrisiken).²¹

Bewerter sollten darauf achten, dass ESG-Einflüsse nicht doppelt gezählt werden. Wenn Peergroup-Unternehmen betrachtet werden, empfiehlt es sich, die ESG-Performance des zu bewertenden Unternehmens mit der der Peer Group der Zukunft zu vergleichen. Dies ist sowohl beim Market Approach (Multiple Bewertung) als auch bei der Ermittlung der Beta-Faktoren von Relevanz.

Derzeit erzielen Unternehmen mit einer starken ESG-Ausrichtung im Rahmen von M&A-Transaktionen gegenüber ihren Konkurrenten mit einer weniger starken ESG-Orientierung einen Aufschlag auf ihren Unternehmenswert.²² Zukünftig muss jedoch mit einer Verschiebung dahingehend gerechnet werden, dass Unternehmen mit einer schwachen ESG-Ausrichtung mit einem Abschlag gegenüber ihren Konkurrenten gehandelt werden.

Verhandlungen

Erkenntnisse aus der ESG-Due Diligence haben Einfluss auf die Unternehmensbewertung und bieten somit Argumente für die Kaufpreisverhandlung. So können identifizierte ESG-Risiken aus Käufersicht den Kaufpreis mindern. Außerdem kann versucht werden, durch Garantien oder Freistellungen ESG-Risiken beim Verkäufer zu belassen. Die oben angesprochene teilweise schwere Quantifizierbarkeit der Themen stellt hier ein Problem dar. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die Verhand-

21 Siehe dazu Ernst, 2022 und Gleißner, 2022, S. 202–206 sowie S. 473–493.

22 Vgl. Solheim, S., 2020: Die wachsende Bedeutung von ESG-Faktoren für den M&A-Prozess. In: M&A Review, H. 12, 2020, S. 394–397.

lungsmacht ausreicht, um diese Forderungen durchzusetzen. Wenn nicht, können ESG-Themen sogar zum Abbruch des M&A-Vorhabens führen.

Zusammenfassend ist es im Hinblick auf die Wirkung von ESG-Faktoren auf den M&A-Prozess von besonderer Bedeutung, dass bei deren Integration in die Arbeitspakete des M&A-Prozesses Instrumente und Methoden entwickelt werden, die zuverlässig eine qualitative als auch quantitative Einschätzung der ESG-Kriterien erlauben. So sind Lösungen für ESG-interne Zielkonflikte zu erarbeiten, z. B. wenn ein erhöhter Umweltschutz die sozialen Interessen der Beschäftigten im Zielunternehmen beeinträchtigt. Sinnvoll wäre es, wenn diese Methoden standardisiert werden und damit eine Vergleichbarkeit hergestellt werden kann, was generell die Entscheidungsfindung im M&A-Prozess deutlich erleichtern würde.

Betrachtet man den Themenkomplex ESG und seine Implikationen auf die Durchführung von M&A-Transaktionen, so ist mit einer Komplexitätserhöhung zu rechnen. Das M&A-Projektmanagement muss angepasst bzw. erweitert werden, eine offensive Kommunikation mit dem Kapitalmarkt und anderen Stakeholdern sollte betont werden. Um Nachteile für ESG-orientierte Käufer vor allem in Bieterverfahren zu verhindern, wäre die Einführung international einheitlicher (Reporting-)Kriterien wichtig.

2.2 Digitalisierung und M&A-Transaktionen

Die Digitalisierung von Mergers & Acquisitions (M&A) erschließt ein erhebliches Potenzial zur Steigerung von Effizienz, Kostenersparnis und Performance-Absicherung. Dementgegen wird der Digitalisierung von M&A immer noch zu geringe Aufmerksamkeit gewidmet. Im deutschen Mittelstand tätige M&A-Beratungsunternehmen konstatieren, dass nur etwa 25 % unter ihnen digitale Prozesstechnologien als festen Bestandteil ihres Beratungsangebots nutzen²³. Ganz im Unterschied dazu sind Digitalisierung, Nutzung digital-gestützter Verfahren, Automatisierungen und die Entwicklung eigener Digital-Tools bei Spitzenanwendern (z. B. Vielkäufer unter den Konzernen, die großen Strategieberater und die führenden Wirtschaftsprüfer) bei M&A-Projekten weit fortgeschritten und werden ständig weiter ausgebaut.

Die Digitalisierung von M&A findet auf allen Gebieten der M&A-Systeme der beteiligten Mitspieler statt. Erläuternd dazu folgende Definitionen:

- Das „M&A-System“ besteht aus der M&A-orientierten Aufbauorganisation, den M&A-orientierten Prozessen, dem M&A-Kompetenz- und Wissensmanagement, und deren Einbindungen in das übergeordnete Führungssystem des jeweiligen Unternehmens.

23 Befragung zur Vorbereitung der Veröffentlichung „M&A-Beratung 4.0: Digitalisierung des Unternehmensverkaufprozesses im deutschen Mittelstand aus Sicht eines M&A-Beraters“ von Alexander Herzfeld, Sebastian Flockere ((sic?)) und Michael Klawon, Stand des Textes: 05.05.2023.

- „Mitspieler“ an einem M&A-Projekt sind alle Parteien, die als aktive Partner (z. B. Käufer und Verkäufer), als hinzugezogene M&A-Dienstleister (z. B. Strategieberater, Transaktionshäuser, Anwälte und Wirtschaftsprüfer) sowie einzubindende Vertreter der Öffentlichen Hand (z. B. Genehmigungsbehörden, Kartellämter, Ministerien und Regierungen) an einem M&A-Projekt zu beteiligen sind.
- Ein „M&A-Projekt“ ist als eine temporäre Projektorganisation zu verstehen, und zwar „End-to-End“, beginnend mit einem offiziell vom Vorstand des projektinitiierenden Unternehmens erklärten Projektstart²⁴ und endend mit einem offiziell vom Vorstand zu bestimmendem Projektende²⁵.
- Ein „M&A-Projekt im klassischen Sinne“ ist ein integraler Führungsansatz, der sich aus den Phasen „Vorfeld“, „Transaktion“ und „Implementierung“ zusammensetzt.²⁶
- Im Unterschied zu oben genannten „klassischen M&A-Projektmodellen“ sind innovative Projektansätze zu zählen, die in den vergangenen Jahren in den Vordergrund getreten sind, zum Beispiel durch Zerlegungen von bisher in sich geschlossenen Projekten in zeitlich entkoppelte Projekte, etwa ein reines und übergreifendes Kandidatenscreening, ein Carve-Out-Projekt, um Unternehmensteile etwa für eine spätere Transaktion vorzubereiten und eine Auktion einer solchen Einheit.

Transfer von Digitalisierungsansätzen auf M&A

Die sog. Digitalisierung von M&A ist auf Verfahren zur Digitalisierung von Geschäften und von Geschäftsprozessen zurückzuführen, die auf M&A übertragen wurden. Im Grunde handelt es sich dabei um (a) die digitale Erfassung von Daten, um (b) maschinenbasierte, automatisierbare Prozesse ausführen zu können, etwa als unterstützende Funktion im Controlling.

In dem Maße, wie sich Automatisierungslösungen in Geschäftsprozessen durchgesetzt haben wurden diese mit einem gewissen Nachlauf auch auf M&A übertragen. Naheliegenderweise boten sich als Eintrittsfenster zur Digitalisierung/Automatisierung von M&A einzelne Tools an, die (a) gut isolierbar sind und (b) stark datengetrieben.

24 Ohne Genehmigung eines M&A-Projektes und ohne Erklärung eines M&A-Projektstarts von oberster Führungsebene des M&A-initiiierenden Unternehmens darf ein M&A-Projekt nicht gestartet werden. Sollte dies dennoch der Fall sein, etwa von einem Geschäft oder aus einer regionalen Einheit heraus, dann drohen unkontrollierte Kosten und die Gefahr, dass die Unternehmensleitung zu Verpflichtungen herangezogen werden kann, die sie formaljuristisch vertraglich nicht selber eingegangen ist.

25 Das Projektende gilt i. d. R. als erreicht, wenn die Projektteams die ihnen gestellte Aufgabe erledigt und die weitere Abarbeitung (z. B. Maßnahmen-Umsetzung, personelle Besetzungen) an das Management-Team übertragen haben, das sich aus Vertretern der neuen Geschäftseinheit (z. B. nach einer Fusion) zusammensetzt. Mit dem Projektende endet auch die Kostenzurechnung zum M&A-Projekt.

26 Zur „klassischen M&A-Organisation“ siehe Kai Lucks, M&A als Unternehmensfunktion, S. 379–417. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S/Binder, A. (Hrsg.): Schäffer-Poeschel-Verlag, Stuttgart 2010.

Erstanwendung: der Virtuelle Datenraum

Zu den ersten Anwendungen zählt hierbei der sog. Datenraum, der in früheren Zeiten physisch in Form einer Sammlung von Akten und Dokumenten in Papierform bestand. Daraus entwickelte sich der sog. Virtuelle Datenraum, also eine internetbasierte Plattform, in der die Akten und Dokumente in digitaler Form, etwa mit Formaten nach MS-Office-Programmen, abgelegt werden. Der große Fortschritt, den ein solcher digitalbasierter Lösungsansatz bietet, liegt in der Möglichkeit zeitgleicher Zugriffe von verschiedenen Nutzern ohne zeitliche und lokale Einschränkungen. Zu den wichtigsten Anbietern auf diesem Markt gehören: **Intralinks**²⁷, **Merrill Corporation**²⁸, **Firmex**²⁹, **Drooms**³⁰, **Ansarada**³¹, **Citrix ShareFile**³², **Brainloop**³³, **iDeals Solutions**³⁴ und **Onehub**³⁵. **Die in Deutschland führenden Anbieter sind vermutlich**³⁶ **Intralinks und Drooms**. Datenraum-Anbieter wie Drooms und Intralinks nutzen Künstliche Intelligenz (KI) in unterschiedlichem Maße, um ihren Kunden bessere Dienstleistungen zu bieten. Hier sind einige Beispiele, wie diese Anbieter KI einsetzen:

- **Automatisierung von Routineaufgaben:** Drooms und Intralinks nutzen KI, um repetitive Aufgaben wie das Einordnen von Dokumenten, die Überprüfung von Dokumenten auf Vollständigkeit und Richtigkeit sowie die Überprüfung von Nutzeranmeldungen zu automatisieren. Dies spart Zeit und minimiert menschliche Fehler.
- **Analyse von Nutzerverhalten:** Einige Anbieter nutzen KI-Algorithmen, um das Verhalten der Benutzer im Datenraum zu analysieren. Dadurch können sie beispielsweise Benutzerprofile erstellen und Verhaltensmuster erkennen, die auf potenzielle Interessenten oder ungewöhnliche Aktivitäten hinweisen könnten.

27 [https:// www.intralinks.com](https://www.intralinks.com) Intralinks wurde 1996 gegründet und hat seitdem mehr als 4 Millionen Nutzer in über 90 Ländern und mehr als 8000 Kunden gewonnen.

28 <https://www.datasite.com>.

29 <https://www.firmex.com>.

30 <https://www.drooms.com> Drooms wurde 2001 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Deutschland. Drooms hat mehr als 25.000 Nutzer in über 160 Ländern und mehr als 100.000 Transaktionen erfolgreich abgeschlossen.

31 <https://www.ansarada.com>.

32 <https://www.sharefile.com>.

33 <https://www.brainloop.com>.

34 <https://www.idealsvdr.com>.

35 <https://www.onehub.com>.

36 Es ist schwierig, genaue Marktanteile für jeden Anbieter von virtuellen Datenräumen zu bestimmen, da es keine offiziellen Statistiken gibt. Intralinks und Drooms sind jedoch zwei der bekanntesten und am häufigsten genutzten Anbieter von virtuellen Datenräumen weltweit.

- **Vorhersage von Benutzerbedürfnissen:** Einige Anbieter nutzen KI, um das Nutzerverhalten zu analysieren und Vorhersagen über ihre Bedürfnisse zu treffen. Anhand von Daten wie beispielsweise den Dokumenten, die ein Nutzer am häufigsten ansieht, kann ein Anbieter personalisierte Empfehlungen geben oder Benutzer über relevante Updates benachrichtigen.
- **Überwachung von Datenraum-Aktivitäten:** KI-basierte Analyse-Tools können auch genutzt werden, um verdächtige Aktivitäten in einem Datenraum aufzuspüren, wie z.B. ungewöhnliche Zugriffsversuche oder das Herunterladen von ungewöhnlich großen Mengen an Dokumenten.

Einige dieser Anbieter von Datenräumen nutzen künstliche Intelligenz (KI) beim Datenmanagement:

- **Automatische Indexierung und Klassifizierung von Dokumenten:** Durch die Verwendung von KI-Algorithmen können Datenraumanbieter Dokumente automatisch indexieren und klassifizieren, was die Organisation und Suche von Dokumenten erleichtert.
- **Intelligente Suche:** KI-Technologien können auch dazu verwendet werden, eine intelligente Suche durchzuführen, bei der der Suchalgorithmus die Suchanfrage analysiert und relevante Dokumente anhand von Schlüsselwörtern oder Konzepten auswählt.
- **Automatische Überprüfung von Dokumenten:** KI-Technologien können auch zur automatischen Überprüfung von Dokumenten verwendet werden, um beispielsweise Compliance-Verletzungen oder andere rechtliche Risiken zu identifizieren.
- **Optimierung von Suchergebnissen:** KI wird verwendet, um die Suche nach relevanten Dokumenten zu erleichtern. KI-basierte Suchalgorithmen können Dokumente auf der Grundlage von Schlüsselwörtern, Phrasen und anderen Kriterien erkennen, die von Benutzern angegeben werden. So werden die relevanten Dokumente schneller gefunden.

Nicht alle Datenraum-Anbieter setzen KI in gleicher Weise ein und die Verwendung von KI in einem Datenraum hängt von verschiedenen Faktoren ab, wie z. B. den Anforderungen der Benutzer, der Art der Transaktion und anderen.

Innovationsschritt: Die Entbindung von Daten aus Dokumenten

Bereits eine höhere Ebene zur Digitalisierung / Automatisierung wird erreicht, wenn sich die Daten von einzelnen Dokumenten lösen lassen, was bei Office-Anwendungen nicht immer der Fall ist (z. B. Powerpoint) und derzeit noch weitgehend³⁷ manuell erfolgt. Wenn die Lösbarkeit von Daten aus Dokumenten in der Breite der Office-Programme möglich ist, dann ist die erste Voraussetzung zu einer weiter reichenden

37 Es finden sich aber zunehmend sichere und elegante Programme am Markt, die per Zeichenerkennung „automatisierte“ Erkennung von Zeichen und Daten ermöglichen, z. B. Readiris für Windows.

Automatisierung gegeben. Dies erfordert aber, dass die Dimensionen und Definitionen der Daten sicher erkannt werden. Wenn es sich in einem relativ einfachen Beispiel um betriebswirtschaftliche Daten von Gewinn- und Verlustrechnungen (GuV) handelt, bei der im Idealfall aus zwei GuVs von zwei Unternehmen eine integrierte GuV (z. B. Summe beider GuVs) auf vollautomatischem Weg hergestellt werden soll, dann lässt sich dies bei unterschiedlichen Definitionen von Größen, die nur oberflächlich gleich sind, nur schwer bewältigen: wenn die Betriebswirtschaften zweier Konzerne unterschiedlich definieren, wenn zwei Kandidaten aus finanzregulatorisch und steuerlich unterschiedlichen Rechtsräumen zusammenkommen. Dieses Beispiel weist auf Herausforderungen bei scheinbar einfachen Sachverhalten: lösbar nur durch menschliche Eingriffe, entweder manuelle Zusammenführung (Umrechnungen, Umpositionierungen in der Tabelle etc.) oder eine spezielle Programmierung, die sich wegen höherer Kosten nur bei umfassenderen Projekten (z. B. viele Divisions) rechnet.

Zwei komplementäre Anwendungsfelder

Die fortschreitende Digitalisierung von M&A setzt primär an zwei Feldern an: (1) dem **Datenmanagement** und (2) dem **Prozessmanagement**. Aus den oben beschriebenen Grundelementen des Datenmanagements per **Checklisten** haben sich leistungsfähige Datenmanagement-Tools entwickelt, mit denen versucht wird, eine allumfassende Abbildung des M&A-Projektes über seine Daten zu erreichen. Dies beginnt mit Erhebungen von zunächst statischen Daten und führt zu weitreichenden Dynamisierungen. Die Dynamisierung dient der Verbesserung der Belastbarkeit von Daten. Dies wird auf vielfältige Weise erreicht, nämlich (1) Verbesserung der Datenbasis durch Informationsfortschritt im Prozess, (2) Korrekturen durch Konsistenzprüfungen aus dem jeweiligen internen Datenkontext, (3) Vergleiche und Konsistenzprüfungen mit dem M&A-Umfeld, insbesondere Markt und Wettbewerb, (4) Spiegelung der eigenen Daten mit den Originaldaten des M&A-Partners. Dies ist erst nach dem Closing möglich, wodurch der Zugang zu den Daten des Targets erlaubt wird. Im Weiteren umfasst dies die offene Diskussion der Daten zwischen den M&A-Partnern und einen Datenabgleich, um ein gemeinsam getragenes Bild des aktuellen M&A-Projektes in seinem Markt- und Wettbewerbsfeld zu erreichen. Es geht hierbei um Zielkonsistenzen, ohne die das Gesamtziel des M&A-Projektes weder gesetzt noch dessen Erfüllungsgrad gemessen werden kann. Für das Datenmanagement stehen heute leistungsfähige Tools zur Verfügung. Als Beispiel ist das smart-merger-Modell zu nennen, das unter anderem bei Siemens eingesetzt wird.³⁸ Die besondere Herausforderung bei solchen Ansätzen, die zumeist ihren Ursprung bei der Due Di-

38 Vgl. www.smartmerger.com, einführende Selbstdarstellung. „smartmerger.com® is a collaborative platform designed for M&A projects. The company was established in 2021, with headquarters in Zurich (Switzerland), and offices in Munich (Germany) and Sofia (Bulgaria). We are an international team committed to developing new ways of working together to support your merger &

ligence nach dem Closing haben, ist die Daten aus dem Vorfeld Projekt mit einzubeziehen und auch den Informations-Nachlauf über die Umsetzungsphase hinaus zu berücksichtigen. Dies wird zumeist durch Personalwechsel zwischen den Vorfeld- und Transaktionsphasen sowie bei der Übergabe zum Integrationsteam erschwert.

Verbindung von Daten- und Prozessmanagement

Datenmanagement und Prozessmanagement sind zwei verschiedene Konzepte, die in Unternehmen eingesetzt werden, um ihre Geschäftsprozesse zu optimieren. Nachfolgend die wichtigsten Unterschiede zwischen Datenmanagement und Prozessmanagement:

- **Definition:** Datenmanagement bezieht sich auf die Verwaltung von Daten im Unternehmen, von der Erfassung und Speicherung bis zur Analyse und Verwendung. Prozessmanagement hingegen bezieht sich auf die Verwaltung von Geschäftsprozessen, von der Identifizierung von Geschäftsprozessen über die Planung und Überwachung bis zur kontinuierlichen Verbesserung.
- **Fokus:** Datenmanagement konzentriert sich auf die Verwaltung von Daten, um sicherzustellen, dass Daten sicher, korrekt, konsistent und zugänglich sind, wenn sie benötigt werden. Prozessmanagement hingegen konzentriert sich auf die Gestaltung, Überwachung und Optimierung von Geschäftsprozessen, um sicherzustellen, dass sie effektiv, effizient und transparent ablaufen.

Ziel: Das Ziel des Datenmanagements ist es, Daten in einer Organisation zu erfassen, zu speichern, zu schützen und zu nutzen, um bessere Geschäftsentscheidungen treffen zu können. Das Ziel des Prozessmanagements ist es, Geschäftsprozesse zu identifizieren, zu optimieren und zu automatisieren, um die Produktivität und Effizienz zu steigern, Fehler zu minimieren und die Kundenzufriedenheit zu verbessern.

Datenmanagement und Prozessmanagement sind eng miteinander verbunden, da sie zusammenwirken, um Geschäftsprozesse zu optimieren. Das effektive Management von Daten ist eine wichtige Voraussetzung für die erfolgreiche Optimierung von Geschäftsprozessen. Auf der anderen Seite können effiziente Geschäftsprozesse dazu beitragen, die Qualität und die Konsistenz der gespeicherten Daten zu verbessern. Somit sind Daten- und Prozessmanagement zwei wesentliche Komponenten für erfolgversprechende Projektgestaltung.

Marketing als Treiber

Die in diesem Kontext vorgestellten Leistungsangebote implizieren, dass mit einem ausgefeilten Datenmanagement gleichzeitig Prozessmanagement abgedeckt wird. Bei kritischer Sicht ist jedoch zu konstatieren, dass diese Vorstellung eher marketing-

acquisition projects end-to-end. Our aim is to digitalize mergers and acquisitions and leverage the benefits of automation".

orientiert ist und dass die Erfordernisse eines umfassenden professionellen Projektmanagements nur unzureichend von Datenmanagement-Systemen abgedeckt werden. Dies wird besonders dann deutlich, wenn der Betrachter sich vertiefend mit den Architekturen vom Prozessmanagement bei Unternehmensfusionen beschäftigt.³⁹ Insofern sollte sich ein Interessent oder ein Käufer eines Management-Produktes kritisch ansehen, ob die Vielfalt der Prozesse, der Leistungspakete, der Meilensteine einschließlich Zurechnung von Verantwortungen wirklich vom angebotenen Managementsystem abgedeckt werden. In einem so hoch innovativen Gebiet wie der Digitalisierung von M&A-Projekten werden von Leistungsanbietern gern Versprechungen gemacht, die (noch?) nicht erfüllt werden – und manchmal auch nicht erfüllt werden können, weil die Weichenstellungen im Zuge von Prozessorganisationen auch durch ganz andere Kriterien bestimmt werden können als durch die Datensysteme, die heute noch nicht in der Lage sind, sog. Out-of-the-Box-Parameter zu integrieren.

Mensch-Maschine-System?

Zumindest mit dem heutigen Stand der Technik ist das nicht möglich, da die sog. künstliche Intelligenz die menschliche Fantasie nicht abdeckt, deren Kriterien nicht genau messbar sind, sondern auch gefühlsbestimmt, emotional und situativ bedingt. Hier etwa liegt die heutige Grenze des Einsatzes von Künstlicher Intelligenz, nicht nur bei Fusionsprojekten, sondern auch in der Gesamtsteuerung von Unternehmen. Somit bleibt die Leitung von Projekten und Unternehmen allein eine Domäne menschlicher Intelligenz und ihrem Einsatzwillen. Die Maschine – sei sie mit noch so großer automatisierbarer Quasi-Intelligenz hinterlegt, hat nur eine Support-Funktion. Sie ergänzt aber die menschliche Denkfähigkeit durch ihre vollkommen andere Konstruktion und Arbeitsweise, weil hier Datenmengen und Algorithmen zusammenwirken, die das menschliche Gehirn in dieser Geschwindigkeit und Form nicht leisten kann. Somit darf man in diesem Kontext nur sehr bedingt von einem Mensch-Maschine-System, bestehend aus den intellektuellen Fähigkeiten des Menschen, kombiniert mit den technischen Beiträgen der Automatisierung, sprechen.

Die digitalen Tools und Lösungen zum **Prozessmanagement** ergänzen das vorgenannte Datenmanagement. Bei der fortschreitenden Entwicklung zur Digitalisierung von M&A sind zwei Ansätze zu beobachten, nämlich die Konstruktion von einzelnen Tools und das Bestreben zur Gestaltung durchgängig automatisierter Prozessunterstützung vom Anfang bis zum Ende des M&A-Projektes.

39 Siehe hierzu vertiefend Lucks, K./Meckl, R., 2015, a. a. O., S. 88–109.

Entwicklung digitaler Einzeltools

Seit den ersten Ansätzen zur Entwicklung einzelner digitaler Instrumente zur Digitalisierung von M&A hat sich eine gewaltige Flut von Einzellösungen im Markt ergossen, die von Beratungshäusern auch im Internet beworben werden. Eine kritische Durchsicht dieser Angebote zeigt, dass die Qualitäten stark voneinander abweichen.⁴⁰ Deshalb sollte vor Kontrahierung und Einsätzen streng geprüft werden, ob das jeweilige Tool seine Leistungsfähigkeit in der Praxis bereits bewiesen hat oder ob es sich etwa um einen Versuchsballon handelt, mit denen der Anbieter Kunden ködert und sich damit seine ersten Praxisansätze finanzieren lässt.

Die Schwelle zur Entwicklung von einzelnen Tools liegt sehr viel niedriger als Versuche zur Herstellung von Gesamtlösungen. Deshalb dominieren bis heute digitale Insellösungen den M&A-Markt. Ihrer Entwicklung liegen grundsätzlich unterschiedlichen Verfahren zugrunde. Auf der einen Seite handelt es sich um **besondere Architekturen**, die spezifisch für die jeweilige Fragestellung entwickelt wurden. Diese können so generisch aufgesetzt werden, dass sie sich fallübergreifend einsetzen lassen. Sie lassen sich aber nicht für andere Fragestellungen einsetzen. Solche Speziallösungen werden teilweise im Internet und anderswo im freien Markt angeboten, größtenteils handelt es sich aber um Eigentümer-spezifische Lösungen, die nur unternehmensintern verwendet werden und wie Betriebsgeheimnisse gehütet sind.

Auf der anderen Seite werden **Plattform-Produkte** entwickelt, zumeist von spezialisierten IT-Unternehmen, die quasi als Rohprodukte den jeweiligen Anwenderkreisen angeboten werden. Hierzu hat sich eine ganze Branche entwickelt, die Digital-Plattformen für unternehmerische Anwendungen anbietet. Diesen Entwicklungen liegt zumeist der Ansatz zum schrittweisen Lernen zugrunde. Ausgangspunkte sind kleine Sammlungen praktischer Lösungen, die sich als richtig erwiesen haben und für Transfers geeignet erscheinen. Diese werden zu sog. Test Badges zusammengefasst. Die IT-Unternehmer sammeln die Fälle aus praktischen Beispielen der jeweiligen Branche, bauen darauf ihre Architektur auf und testen die Lösungsqualität anhand mehrerer maschineller Durchläufe. Dann werden die Produkte so weit neutralisiert und qualitativ aufgerüstet, dass sie lösungsspezifisch den Vertretern der jeweiligen Zielbranche verkauft werden können. Nach diesem Muster wird auf vielfältigen Einzelfeldern, die auch für M&A geeignet sind, verfahren. Im Folgenden werden zwei Lösungen vorgestellt:

40 In Publikationen zur Digitalisierung von Unternehmenstransaktionen, die im Kreis der Mitglieder des Bundesverbandes Mergers und Acquisitions präsentiert wurden, fanden sich zahlreiche konkrete Verweise auf Digitalisierungsinstrumente. Der Autor dieser Zeilen hat die vorgestellten Tools systematisch auf deren Tragfähigkeit und nachgewiesene Belastbarkeit in der Praxis geprüft, soweit dies durch Beschreibungen und Performance-Nachweise möglich war. Dabei stellte sich heraus, dass mehr als zwei Drittel der Angebote als mangelhaft einzustufen sind.

Legal Tech

Dieses kann auf vielen unternehmerischen Feldern eingesetzt werden, immer dann, wenn es um Prüfungen von Verträgen geht. Herausgehobene Relevanz hat es für M&A, da der Vertragsprüfung im Zuge der Due Diligence eine zentrale Bedeutung zukommt. Die Programme zu Legal Tech werden von spezialisierten IT-Unternehmen entwickelt und als „generische“ Produkte an Corporates, sowie Anwaltskanzleien und andere Nutzer verkauft. Erst diese spielen Verträge auf das Programm, die dann als unternehmenstypischer Testbatch fungieren. In weiteren Runden, bestehend jeweils (1) aus Begutachtung durch besonders erfahrene Anwälte (Partner-Level), die Fehler der Maschinenauswertung korrigieren und (2) nochmaligem maschinellen Durchlauf mit erhöhter Anzahl von Verträgen soll die Urteilsqualität jeweils verbessert werden („**maschinelles Lernen**“). Auf diese Weise soll es möglich werden, Verträge zu kategorisieren, zu bewerten und Ergebnisse zusammenzufassen. Verträge, die sich nicht zuordnen lassen bzw. bei denen Unklarheiten bestehen, werden der persönlichen Begutachtung durch Anwälte zugeführt. So kann der persönlich zu begutachtende Teil der Verträge stark reduziert werden.

Auf diese Weise entsteht ein kanzleispezifisches Produkt. Da die jeweiligen anwenderspezifischen Produkte miteinander im Wettbewerb stehen, gibt es auch kein Kartellrisiko, obwohl die Lösungen auf eine gemeinsame IT-Plattform zurückgehen. Der Wirtschaftlichkeitshebel für dieses Verfahren ist dann besonders groß, wenn der Anteil an Standardverträgen, die über das automatische Verfahren auf vordefinierten Kategorien abgelegt werden, auch besonders hoch ist. Dies impliziert besonders gute Eignung für Geschäfte mit stark standardisierten Verträgen, wie etwa im Immobiliensektor. Ebenso bei besonders große M&A-Vorhaben, in denen viele Verträge anfallen und diese etwa verschiedenen Geschäftsbereichen zuzuordnen sind. Damit lassen sich zum Beispiel Unternehmenswerte auf belastbare Weise verschiedenen Sektoren des Unternehmens zuordnen.

Es gibt eine wachsende Anzahl von Unternehmen, die Legal Tech-Lösungen für Anwaltskanzleien entwickeln. Einige der bekanntesten Unternehmen sind:

- **Thomson Reuters:** bietet eine breite Palette an Legal Tech-Lösungen an, einschließlich Praxismanagement-Software und Recherche-Tools.
- **LexisNexis:** bietet auch eine Vielzahl von Legal Tech-Lösungen an, darunter Rechtsinformationsdienste und Workflow-Management-Tools.
- **Wolters Kluwer:** bietet ebenfalls eine breite Palette von Legal Tech-Lösungen an, einschließlich Anwaltspraxis-Management-Tools, Compliance-Software und Rechtsinformationsdienste.
- **Mitratech:** bietet Lösungen für Compliance, Risikomanagement und Workflow-Management an.
- **Clio:** bietet eine cloudbasierte Anwaltspraxis-Management-Software an, die speziell für kleine bis mittelgroße Anwaltskanzleien entwickelt wurde.

- **LegalZoom:** bietet Online-Legal-Services an, darunter Dokumentvorlagen, Anwaltsberatung und Rechtsinformationsdienste.
- **Avvo:** bietet eine Online-Plattform für Anwälte und potenzielle Mandanten an, einschließlich eines Bewertungssystems für Anwälte und Online-Anwaltssuche.

Diese Unternehmen sind nur einige Beispiele für die vielen Legal Tech-Unternehmen, die Lösungen für Anwaltskanzleien anbieten. Die Auswahl hängt i. d. R. von den spezifischen Bedürfnissen und Anforderungen der Kanzlei ab.

Automatisierte Personalbeurteilung

Dieses kann auf vielen unternehmerischen Feldern eingesetzt werden, immer dann, wenn es um Personalbesetzungen geht. Herausgehobene Relevanz hat es für M&A, weil personelle Besetzungsfragen sowohl für die Teambildungen zum Management der Prozesse als auch für die Besetzung der Management-Positionen für die integrierte neue Unternehmenseinheit von großer Bedeutung sind.

Automatisierte Personalbeurteilung aufgrund von Sprachverhalten der Kandidaten basiert auf der Verarbeitung von Audio- oder Textdaten der Bewerber durch sprachliche Analyse-Algorithmen und maschinelles Lernen. Die Technologie fundiert auf Erfahrungen, dass das Sprachverhalten eines Bewerbers ein Indikator für seine Persönlichkeit, emotionale Intelligenz, Soft Skills und andere Eigenschaften ist, die für eine erfolgreiche Arbeitsleistung relevant sein können.

Die sprachlichen Analyse-Algorithmen verwenden eine Vielzahl von Merkmalen wie Tonfall, Geschwindigkeit, Lautstärke, Satzstruktur und Wortwahl, um Verhaltensmuster des Bewerbers zu erkennen. Diese Verhaltensmuster werden dann mit Daten von erfolgreichen Mitarbeitern verglichen, um vorherzusagen, ob der Bewerber die einzunehmende Aufgabe wahrscheinlich gut erfüllen wird.

Das maschinelle Lernen ist ein wichtiger Teil der automatisierten Personalbeurteilung, da es ermöglicht, dass die sprachliche Analyse-Algorithmen lernen und sich anpassen, indem sie sich auf bereits vorhandene Daten stützen. Zum Beispiel kann das maschinelle Lernen eine Reihe von Mustern identifizieren, die zeigen, dass bestimmte Arten von Sprachverhalten mit bestimmten Eigenschaften oder Erfolgen korrelieren.

Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass die automatisierte Personalbeurteilung aufgrund von Sprachverhalten nicht perfekt ist und immer noch ein gewisses Maß an menschlicher Überprüfung erfordert, um sicherzustellen, dass die Ergebnisse richtig interpretiert werden und nicht durch Vorurteile.

Auch auf diesem Gebiet nimmt die Anzahl von Unternehmen, die Systeme zur automatisierten Personalbeurteilung aufgrund von Sprachverhalten herstellen und vertreiben, ständig zu. Einige der bekanntesten Unternehmen sind:

- **HireVue**⁴¹: HireVue ist ein Anbieter von Video-Interview- und Analysetechnologien. Das Unternehmen bietet eine Vielzahl von Funktionen, einschließlich automatisierter Personalbeurteilung aufgrund von Sprachverhalten.
- **Textio**⁴²: Textio bietet eine KI-basierte Schreibhilfe-Plattform an, die Bewerbungsunterlagen analysiert, um sicherzustellen, dass sie neutral und ansprechend sind. Das Unternehmen hat auch eine Lösung zur automatisierten Personalbeurteilung aufgrund von Sprachverhalten entwickelt.
- **Pymetrics**⁴³: Pymetrics ist ein Unternehmen, das sich auf die KI-basierte Bewertung von Kandidaten spezialisiert hat. Die Lösungen von Pymetrics umfassen unter anderem die automatisierte Personalbeurteilung aufgrund von Sprachverhalten.
- **Hiretual**⁴⁴: Hiretual ist eine Plattform zur Kandidatensuche und Personalbeschaffung, die auch Tools zur automatisierten Personalbeurteilung aufgrund von Sprachverhalten anbietet.
- **Vervoe**⁴⁵: Vervoe ist ein Unternehmen, das sich auf die Automatisierung des Einstellungsprozesses spezialisiert hat. Das Unternehmen bietet eine Vielzahl von Funktionen an, einschließlich der automatisierten Personalbeurteilung aufgrund von Sprachverhalten.

Diese Unternehmen dienen als Beispiele für zahlreiche Anbieter von automatisierten Personalbeurteilungssystemen aufgrund von Sprachverhalten. Deren Auswahl hängt von den spezifischen Bedürfnissen und Anforderungen des Unternehmens ab.

Zur Entwicklung automatisierter End-to-end-M&A-Management-Lösungen

Integrale und digital getriebene automatisierte „End-to-end“-M&A-Führungsmodelle gibt es nur mit Einschränkungen. Ansätze hierzu basieren unter anderem auf den bereits angesprochenen Lösungen zu Virtuellen Datenräumen, deren Anwendungen von der Due Diligence ausgehend auf das Vorfeld und auf die Post-Closing-Phase ausgeweitet werden. Die bereits vorgestellten strukturierten Checklisten und Datenmanagement-Systeme bieten Ansätze für teilautomatisierte End-to-end-M&A-Management-Lösungen, mit dem Anspruch, möglichst alle Aufgaben in allen Phasen abzudecken. Die aktuelle Entwicklung automatisierter umfassender M&A-Management-Lösungen umfasst:

41 <https://www.hierview.com>.

42 <https://textio.com>.

43 <https://pymetrics.ai>.

44 <https://hireez.com>.

45 <https://vervoe.com>.

1. Verbindung der bisher vereinzelt Tools und Lösungen zu ganzen Ketten, die auf der Zeitachse vom Projektbeginn Anfang bis zum Ende die Konsistenz und die Performance zu sichern.
2. Darüber sind Quervernetzungen über die unterschiedlichen parallellaufenden „Fachprozesse“ hinweg erforderlich, um die bisher vereinzelt Tools auf den verschiedensten Prozessen zu verbinden (idealerweise zu harmonisieren).

Als „Off-the-shelf“ digitale Projektmanagement-Lösungen für Unternehmensfusionen gibt es mehrere Angebote, die von Unternehmen genutzt werden können. Diese bieten aber nur generische Rahmen zum Projektmanagement, nicht M&A-spezifisch und ohne den Anspruch, die einzelnen Tools quasi „barrierefrei“ in das Führungsmodell integrieren zu können. Somit bliebe es bei Einbauten von „insulären Einzeltools“. Als Beispiele für Off-the-shelf- Projektmanagement-Lösungen sind zu nennen:

- **Asana**⁴⁶: Asana ist eine beliebte Projektmanagement-Plattform, die sich für Unternehmen eignet, die während einer Fusion an verschiedenen Standorten arbeiten. Die Plattform ermöglicht die Zusammenarbeit von Teams und bietet Tools zur Verwaltung von Projekten, Aufgaben und Terminen.
- **Trello**⁴⁷: Trello ist ein visuelles Projektmanagement-Tool, das Unternehmen bei der Verwaltung von Fusionen und Übernahmen unterstützen kann. Es bietet Funktionen wie Aufgabenmanagement, Priorisierung von Projekten, Zusammenarbeit und Aufgabenzuweisung.
- **Monday.com**⁴⁸: Monday.com ist eine flexible Projektmanagement-Plattform, die sich für komplexe Projekte eignet, wie sie bei M&A häufig vorkommen. Die Plattform bietet ein breites Spektrum an Tools zur Projektverwaltung, Zusammenarbeit und Aufgabenmanagement.
- **Smartsheet**⁴⁹: Smartsheet ist eine cloudbasierte Projektmanagement-Plattform, die Unternehmen dabei unterstützt, Projekte zu verwalten, Teams zusammenzuführen und Prozesse zu automatisieren. Die Plattform bietet auch Tools für die Zusammenarbeit und den Austausch von Informationen zwischen verschiedenen Teams.

46 <https://asana.com/de>. Unternehmensspruch: „Entwickelt, um jedes Team und jeden Workflow zu unterstützen“.

47 <https://trello.com>. Unternehmensspruch: „Manage Your Team's Projects From Anywhere“.

48 <https://mondy.com>. Nach eigener Angabe Platz 3 der besten globalen Softwareunternehmen 2023, Unternehmensspruch: „Erreiche deine langfristigen Ziele einfacher“.

49 <https://de.smartsheet.com>. Unternehmensspruch: „Moderne Plattform für das Projekt- und Arbeitsmanagement“.

- **Jira**⁵⁰: Jira ist eine leistungsstarke Projektmanagement-Plattform, die sich gut für Unternehmen eignet, die in der IT-Branche tätig sind. Die Plattform bietet Funktionen wie Projektverfolgung, Aufgabenmanagement, Zusammenarbeit und Workflow-Automatisierung.

Diese Plattformen sind nur einige Beispiele für digitale Projektmanagement-Lösungen, die Unternehmen auch bei der Durchführung von Unternehmensfusionen unterstützen können. Es ist wichtig, dass Unternehmen ihre spezifischen Bedürfnisse und Anforderungen berücksichtigen, um die beste Plattform für ihre Bedürfnisse auszuwählen.

Steigende Anforderungen an M&A

Ohne Digitalisierung und Automatisierung lassen sich die zunehmenden Anforderungen an M&A-Transaktionen heute nicht mehr bewältigen. Diese sind zum Beispiel:

1. Zunahme und Dynamiken der Unternehmen, die als potenzielle Targets infrage kommen,
2. Zunahme von Risiken und Erhöhung der Anforderungen an das Risikomanagement von M&A-Transaktionen,
3. Zunahme der Betrachtungsfelder, der Vielfalt der einzubindenden Fachdisziplinen und deren Zerlegung in Spezialitäten bei der Bewertung von Target-Unternehmen,
4. Komplexitätssteigerung durch eine wachsende Modellvielfalt von M&A-Lösungen, globale Präsenzen, digitale Geschäftsmodelle, Auflösung von Unternehmensgrenzen,
5. Anwachsen von rechtlichen und finanztechnischen Regularien,
6. Steigerung des Zeit- und Performancedrucks auf die Durchführung von M&A-Transaktionen sowie
7. Zunahme notwendiger Qualitätsnachweise, etwa durch Dokumentationen und reproduzierbare Prozesse.

50 <https://www.atlassian.com/de/software/jira>. Jira ist eine Webanwendung zur Fehlerverwaltung, Problembehandlung und zum operativen Projektmanagement, die von Atlassian entwickelt wird. Jira wurde historisch besonders in der Softwareentwicklung eingesetzt, hat sich inzwischen aber zusätzlich in nichttechnischen Bereichen vieler Unternehmen etabliert.

Treiber der Entwicklung

Die Digitalisierung von M&A-Transaktionen ist stark IT-getrieben. Die IT entwickelt sich somit von einer Unterstützungsfunktion⁵¹ zu einem dominierenden Treiber. Dies spiegelt auch die zunehmende Teilhabe von Informatikern in den Projektleitungen, die mittlerweile auch in den obersten Leitungsgremien der Unternehmen Platz genommen haben. Im Unterschied zur bisherigen M&A-Praxis drückt sich das durch folgende Entwicklungen aus:

1. sehr viel stärkere Standardisierungen auf allen Ebenen einer M&A-Transaktion, um überhaupt die Basis für Digitalisierungen und Automatisierungen zu schaffen,
2. zunehmend schärfere Definitionen von Daten und Fakten im Unterschied zu bisher eher „weichen“ Definitionen (etwa nach dem „fuzzy logic“-Verständnis⁵²) sowie
3. Weiterentwicklung von M&A-Transaktionen zu einer Art „Mensch-Maschine-System“ (vgl. oben), bei dem darauf zu achten ist, dass letztlich der Mensch nicht nur Vorrang hat, sondern auch immer die Übersicht und die Kontrolle behält.

Entwicklungsfortschritte und Wissensmanagement

Die Entwicklung ist auf der Ebene von einzelnen „Inseln“ (Tools und Lösungen) schon weit vorangeschritten. Diese werden meist spezifisch für Anwendungen in den einzelnen Projektphasen entwickelt (Vorfeldphase mit Screening und Strategieentwicklung/Transaktionsphase mit Vertragsentwicklung und Finanzierung/Implementierungsphase mit Separation & Integration).

Am weitesten sind die Automatisierung sowie Digitalisierung im Vorfeld einer M&A-Transaktion vorangeschritten (etwa beim Screening) sowie in der Transaktionsphase des Projekts (etwa zur Due Diligence). Insbesondere im Bereich Legal-Tech (s. o.), also der automatisierten Unterstützung von juristischen Arbeitsabläufen.⁵³ So werden sich weitere Effizienzsteigerungen gerade im M&A-Prozess verwirklichen lassen.

51 Im Prozessmanagement von M&A wird zwischen Kernprozessen und Supportprozessen unterschieden. Dementsprechend gibt es Träger von Supportfunktionen. Diese können bei komplexen Projekten im Vollzeitteam angesiedelt sein oder temporär eingesetzt werden. Zum Prozessmodell-Ansatz siehe Lucks, K./Meckl, R., 2015, a. a. O. Insbesondere ist zu verweisen auf die Darstellung des Prozessmodells S. 88.

52 Fuzzylogik (englisch fuzzy ‚verwischt‘, ‚verschommen‘, ‚unbestimmt‘). Unschärfe Logik, auch als Unschärfelogik in eine Theorie eingegangen, welche in der Mustererkennung zur „präzisen Erfassung des Unpräzisen“ (Zadeh) entwickelt wurde. Näheres siehe Wikipedia unter <https://de.wikipedia.org/wiki/Fuzzylogik> (abgerufen am: 06.08.2021).

53 Vgl. zum Überblick z. B. Legal-Tech, Wie Anwälte neue Chancen nutzen. <https://www.legal-tech.de/was-ist-legal-tech-ffi-2/> (abgerufen am: 06.08.2021).

Für die Post-Closing-Phase mit dem Schwerpunkt der Integration sollten in den jeweiligen M&A-Wissensplattformen⁵⁴ der bei M&A aktiven Unternehmen digital-hinterlegte Ansätze vorliegen, etwa in Form von strukturierten Referenzmodellen, die aus der Dokumentation von vorausgegangenen Transaktionen hervorgegangen sind. Anzahl und Qualität dieser Dokumentationen sind entscheidend für die Wiederverwendbarkeit und Performance der Lösungen.⁵⁵ Die Erfahrung zeigt nämlich, dass ein professionelles Erfahrungsmanagement, bestehend aus der Dokumentation von Erfahrungen, die in abgeschlossenen Projekten gewonnen wurden, in aktuelle Projekte hinein ein bedeutender Hebel sind, um die Erfolge erheblich zu steigern. Angesichts der stärkeren Standardisierungen bei der Digitalisierung und Automatisierung von Fusionsvorhaben trifft dies bei solchen Projekten in besonders hohem Maße zu.

Öffnung der Grenzen von M&A-Projekten

Datenbeschaffung, Daten- und Entscheidungsmanagement sind die entscheidenden Säulen, die die Performance und den erfolgreichen Abschluss eines digital-getriebenen M&A-Projektes bestimmen. Digitale M&A-Projekte erfordern und erlauben die Öffnung von Projektgrenzen. Hierzu gehören:

1. Strategien und Technologien zum automatisierten Abgreifen und Anpassen von externen Daten, die etwa über das Internet verfügbar sind.
2. Erfassung und Generierung interner bzw. eigener Daten aus den übergeordneten Organisationen des Übernehmers und des Targets.
3. Entwicklung eigener Tools und Lösungen zur Datenbeschaffung jenseits von Standardlösungen, die am freien Markt angeboten werden.
4. Methodiken zum automatisierten Exzerpieren von Daten (etwa aus Bilanzen, GuV) sowie zur automatisierten Zusammenführung solcher Daten unter Harmonisierung von bisher voneinander abweichenden Definitionen.
5. Einsatz von Machine Learning / Deep Learning zur Generierung von „Smart Data“, Dateninterpretationen und Entscheidungsvorlagen.

Ausblick

Hinsichtlich Digitalisierung und Automatisierung von M&A stehen wir noch ganz am Anfang der Entwicklungen, begrenzt auf Anwendungen von „schwacher KI“, auch

54 Zu M&A-Wissensplattformen und dem M&A-Wissensmanagement im Allgemeinen siehe K. Lucks (Hrsg.), M&A-Projekte-Projekte erfolgreich führen. Instrumente und Best Practices. Schäffer Poeschel Verlag Stuttgart 2013, S. 40, 59, 576.

55 In diesem Zusammenhang ist insbesondere auf das notwendige Erfahrungsmanagement zur M&A-Integration zu verweisen. Dies bedeutet, dass gewonnene Erfahrungen bei M&A-Projekten zu dokumentieren sind, um diese bei vergleichbaren Projekten wieder einsetzen zu können. Weiteres siehe K. Lucks (Hrsg.), 2013, a. a. O., S. 5, 543.

„Narrow AI“ genannt, wie dies anhand des Beispiels zur Interpretation des Spracherhaltens illustriert wurde. Solche Applikationen basieren (immer noch) auf der Auswertung von Datenmengen (Big Data), die mithilfe von speziell programmierten Algorithmen, schrittweisem Lernen (Start mit „Test badges“) und Korrektur-Runden quasi-intelligent gemacht werden. Auf höheren Ebenen, wenn in maschinellen Durchläufen neue Muster erkennbar sind, kann die Maschine auch mehrere Muster kombinieren und anwenden. Diese als „Machine Learning“ zu bezeichnenden Stufen können auch zu Lösungen führen, die von menschlicher Seite bisher unentdeckt blieben. Das Ergebnis kann dann zwar überraschen, aber es bleibt auf die spezielle Anwendung begrenzt („within-the-box“), selbst wenn diese auf gewaltigen Datenmengen und dem Erkennen von Kontexten beruhen, wie bei automatisierten Übersetzungsprogrammen. Höhere „Intelligenzleistung“ wird hier nur (!) simuliert.

Auf dieser Ebene arbeiten wir heute weitestgehend. Auch M&A ist hierauf limitiert, auch etwa die genannten Spitzen-Anwendungen zu Virtuellen Datenräumen. Da die Qualität der angebotenen Lösungen stark von der Menge der verfügbaren Daten abhängt und da M&A im Vergleich zu gesamtunternehmerischen Themen nur eine kleine Datenmenge repräsentiert, bezieht M&A den größten Teil seiner Automatisierungsanwendungen aus breiterem und größerem unternehmerischem Kontext. Insofern liegt M&A am „Ende der Nahrungskette“ aus schwachen KI-Anwendungen bei der gesamtunternehmerischen Führung und Steuerung.

Die Welt – und in ihr auch M&A – wird sich aber weiterdrehen. Gedanklich und forschend beschäftigen wir uns bereits mit *Starker KI*, auch *allgemeine KI* oder *General AI* genannt. Dies ist eine hypothetische Art von KI, die in der Lage ist, jede intellektuelle Aufgabe zu erfüllen, die ein Mensch ausführen kann. Starke KI existiert derzeit nicht und es ist unklar, ob und wann sie jemals erreicht werden kann.⁵⁶

Als vorausblickende M&A-Manager und -Entwickler sollten wir uns aber bereits heute mit Fragen und Folgen von derartigen in der näheren und der weiteren Zukunft liegenden Anwendungen auseinandersetzen. Chat GPT könnte dabei eine Übergangsrolle spielen, wenn derzeit auch nur auf dem Gebiet kontextbasierter Textblöcke, die mithilfe statistischer Verfahren aus verschiedensten Stellen zusammengetragen werden. Wenn wir uns aber einzelne M&A-Anwendungen ansehen, wie etwa die Due Diligence, dann ist vorstellbar, dass diese in weiterer Zukunft in hohem Maße vollautomatisiert ablaufen kann. Das könnte etwa das Angebotsportfolio von M&A-Beratungshäusern verändern, weil das finanziell attraktive Due Diligence-Geschäft dann zum Commodity degradiert würde. Darüber hinausgehend könnte das Ertragspotenzial neben diesem Leistungsfeld auch bei anderen vergleichbaren Aufgaben erodieren.

⁵⁶ Am fernerer Horizont steht dann noch Superintelligenz, eine weiterreichend hypothetische Art von KI, die in der Lage ist, Aufgaben zu lösen, die weit über das hinausgehen, was der menschliche Geist bewältigen kann. Die Idee der Superintelligenz ist umstritten.

2.3 Datenschutz in M&A-Projekten⁵⁷

Das Thema Datenschutz auf Basis der europäischen Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) ist im Bereich M&A auf zwei Ebenen relevant.⁵⁸ Zum einen stellt sich die Frage, ob das Zielunternehmen alle Vorgaben des Datenschutzes erfüllt oder ob sich aus der Vernachlässigung des Datenschutzes zusätzliche Risiken ergeben. Zum zweiten ist zu diskutieren, ob und ggf. welche und wie Daten im Rahmen des M&A-Prozesses, z. B. in der Due Diligence ausgetauscht bzw. offengelegt werden dürfen.

Erfüllt das Zielunternehmen die Vorgaben der DSGVO nicht, so kommen hier die traditionellen Risikominderungselemente von Käuferseite zum Einsatz. Garantien und Freistellungen können vom Verkäufer eingeräumt werden, die den Käufer vor Bußgeldern, die immerhin bis zu 20 Millionen Euro oder vier Prozent des Umsatzes bei Verstößen ausmachen können, schützen. Natürlich besteht auch die Möglichkeit, ein erkanntes Risiko im Bereich Datenschutz oder auch die Kosten zur Herstellung einer DSGVO-Compliance in die Unternehmensbewertung und damit letztendlich in den Kaufpreis einfließen zu lassen. Schwieriger ist die „Compliance“ mit der DSGVO im Ablauf des M&A-Prozesses, insbesondere natürlich bei der Due Diligence, sicherzustellen. Grundsätzlich sind hier im Wesentlichen „personenbezogene Daten“ relevant, also eindeutig einer Person zuordenbare Daten, die z. B. das Verhalten dieser Person aufzeichnen, da diese nicht einfach gegenüber dem Käufer offengelegt werden dürfen.⁵⁹

Zunächst ist wichtig, ob ein Share oder ein Asset Deal durchgeführt wird. Da bei einem Share Deal, wenn die übernommene Einheit nicht aufgelöst wird, der für die Erhebung der Daten Verantwortliche mit allen damit verbundenen Pflichten bestehen bleibt, ergibt sich hinsichtlich der Rechtmäßigkeit der Datenverarbeitung keine Änderung. Dies bedeutet, dass die betroffenen Personen nicht unterrichtet werden müssen. Allerdings ist eine Vertraulichkeitsvereinbarung zwischen Verkäufer und Käufer nötig, die den Umgang mit den übermittelten Daten regelt.⁶⁰ Hierzu empfiehlt es sich auch, dass vom Verkäufer bereits vor der Transaktion in den Datenschutzerklärungen Verkaufsaktivitäten als „berechtigtes Interesse“ definiert werden.

Bei einem Asset Deal kann davon ausgegangen werden, dass der Käufer im Rahmen der Einsichtnahme in die Daten in der Due Diligence eine indirekte Erhebung durchführt. Die betroffenen Personen müssen davon nach Art. 14 DSGVO informiert wer-

57 In Anlehnung an Gleißner/Ihlau/Lucks/Meckl. a. a. O., 2023.

58 Vgl. z. B. Wagner, A., 2019: White Paper: M&A und Datenschutz – Kann das gutgehen? Version 2.0, <https://www.psp.eu/artikel/498/white-paper-ma-und-datenschutz/> (abgerufen am: 02.06.2021).

59 Vgl. zur Definition und generell zum Umgang mit diesen Daten bei M&A z. B. CMS Hasche Sigle, Checkliste M&A und DSGVO, April 2020, S. 3. <https://cms.law/de/deu/publication/checkliste-m-a-und-dsgvo> (abgerufen am: 04.06.2021); Wagner, a. a. O. (Fn. 12), S. 5–7.

60 Vgl. CMS Hasche Sigle, Checkliste M&A und DSGVO, April 2020, S. 3, <https://cms.law/de/deu/publication/checkliste-m-a-und-dsgvo> (abgerufen am: 04.06.2021).

den. Allerdings gibt es Ausnahmen. Wenn die betroffene Person bereits über die Information verfügt, es unmöglich ist oder einen unverhältnismäßig hohen Aufwand darstellt oder andere Rechtsvorschriften der Informationsübertragung entgegenstehen, so ist die Informationspflicht nicht gegeben.⁶¹ Beim Verkäufer erfolgte eine direkte Erhebung bei der ursprünglichen Erstellung des Datensatzes. Im Rahmen des Verkaufsprozesses erfahren sie eine Zweckentfremdung im Vergleich zur ursprünglichen Verwendung, weswegen ebenfalls eine Informationspflicht des Betroffenen entsteht. Allerdings sind hier die Meinungen durchaus divers. Einige Juristen vertreten die Meinung, dass hier keine Zweckänderung vorliegt, insbesondere wenn (s. o.) Verkaufsaktivitäten in den Datenschutzerklärungen enthalten sind.⁶²

Die DSGVO stellt insgesamt gesehen für die Due Diligence einen erheblichen Unsicherheitsfaktor dar, vor allem wenn massenhaft personenbezogene Daten, wie z. B. bei den meisten digitalen Geschäftsmodellen involviert sind. Eine negative Auswirkung auf Transaktionssicherheit, -kosten und auch -dauer ist zu erwarten.

2.4 Neue M&A-Restriktionen aus der Verschärfung der Außenwirtschaftsverordnung⁶³

Sowohl auf deutscher als auch auf EU-Ebene ist seit einigen Jahren zu beobachten, dass zusätzliche Restriktionen für M&A-Investoren für Transaktionen mit Ländern außerhalb der EU aufgebaut werden. So wurde im Dezember 2018 von der Bundesregierung im Rahmen einer Änderungsverordnung für die Außenwirtschaftsverordnung (AWV) festgelegt, dass für sicherheitsrelevante Bereiche wie z. B. kritische Infrastruktur oder Medienwirtschaft eine Überprüfung schon ab einer Beteiligungsschwelle von zehn Prozent bei Angeboten von Investoren aus Nicht-EU-Staaten möglich ist. Ziel war, einen „Ausverkauf“ insbesondere von deutschen Technologieunternehmen an Nicht-EU-Investoren und damit Abhängigkeiten zu verhindern. Zur Abwehr von Übernahmen aus Drittstaaten, die die gesunkenen Bewertungen von europäischen Unternehmen durch die Corona-Pandemie nutzen wollen, hat die EU-Kommission im März 2020 neue Leitlinien zur Überprüfung ausländischer Direktin-

61 Vgl. dazu Dr. Datenschutz, Datenschutz bei M&A – Rechtsgrundlagen und Informationspflichten, 06.01.2020, <https://www.dr-datenschutz.de/datenschutz-bei-ma-rechtsgrundlagen-und-informationspflichten/> (abgerufen am: 04.06.2021).

62 Vgl. dazu und andere Ausnahmetatbestände z. B. Dr.-Datenschutz 2020.

63 In Anlehnung an Gleißner/Ihlau/Lucks/Meckl (2023), a. a. O.

vestitionen veröffentlicht,⁶⁴ die für Deutschland im Juli 2020 in Kraft gesetzt wurden. Weitere Novellen der AWV mit zusätzlichen Restriktionen sind in Planung.⁶⁵

Das mit den neuen Prüfungsrechten verbundene makroökonomische Ziel der Abwehr unerwünschter Übernahmen hat in den sicherheitsrelevanten Branchen spürbare Auswirkungen auf die M&A-Aktivitäten. Für Unternehmen bzw. das Management von Unternehmen, die nicht übernommen werden wollen, stellen die neuen Regelungen unter Umständen einen willkommenen Schutz dar. In den anderen Fällen erhöhen sich sowohl für Käufer als auch Verkäufer die Transaktionsunsicherheit als auch der Transaktionsaufwand.⁶⁶ Die nicht erfolgte Übernahme von Siltronic durch das taiwanesisches Unternehmen GlobalWafers im Februar 2022 ist ein Beispiel, bei dem die neuen Regelungen letztendlich zu einem Abbruch der Transaktion geführt haben.

Schon beim Screening, also bei der Suche nach geeigneten Zielobjekten werden Nicht-EU-Investoren bzw. deren Berater ein zusätzliches Kriterium einbauen müssen, das Zielunternehmen mit einer hohen Wahrscheinlichkeit der Ablehnung durch die Prüfungsbehörden nach unten in der Präferenzliste rücken lässt. In der Due Diligence muss sorgsam darauf geachtet werden, dass Informationen, deren Erlaubnis zur Weitergabe unter den neuen Regelungen erst geprüft werden müssen, nicht an den potenziellen Käufer übermittelt werden. Außerdem müssen zur Risikoabschätzung Sachverhalte, die zu einer Prüfung führen können, identifiziert werden.

Bei der Anmeldung bei den Behörden sind zusätzliche Anträge zu stellen und mit Informationen zu füllen. Da in mehreren EU-Ländern solche Prüfprozesse aktuell aufgesetzt werden, kann es auch dazu kommen, dass mehrere parallele Antragstellungen notwendig sind, da eine Verfahrenskonzentration z. B. bei der EU-Kommission bisher nicht möglich ist.⁶⁷ Eine längere Dauer, höhere Kosten und ein zusätzliches „Deal-Breaker-Risiko“ sind offensichtlich für die unter die neuen Restriktionen fallenden Transaktionen.

64 Vgl. zu Details z. B. Schmidt, J./Meckl, R., 2020: COVID-19 und der Rechtsrahmen zur Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen – ein wirksamer Schutz vor Übernahmen europäischer Unternehmen? In: Bd. 75 (2020) Heft 22–23, S. 1218–1226.

65 Vgl. Schröder, O./Birmann, S., 2021: Erneute Novelle der Außenwirtschaftsverordnung: Es wird kompliziert. Legal Tribune Online 18.02.2021, S. 1. <https://www.lto.de/recht/kanzleien-unternehmen/k/17-novelle-aussenwirtschaftsverordnung-referentenentwurf-wirtschaftministerium-investitionskontrolle-direktinvestition-untersagung-freigabe/> (abgerufen am: 01.03.2023).

66 Zu Einschätzungen von M&A-Praktikern vgl. Harder, O., 2021: M&A-Berater sind wieder in Partylaune. Finance Panel 23.04.2021, S. 7. <https://www.finance-magazin.de/banking-berater/ma-berater/ma-berater-sind-wieder-in-partylaune-43538/> (abgerufen am: 20.04.2022).

67 Vgl. Jungkind, V./Bormann, C. (2020): Die jüngste Novelle des Investitionsprüfungsrechts – Europäisierte Verschärfung. In: M&A Review 2020, H 12, S. 412–413.

2.5 Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen: Inflation, Zins und Marktrisikoprämie

Eine weitere Herausforderung für die Unternehmensbewertung in M&A-Transaktionen ergibt sich durch die veränderten volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Neben einem allgemein erhöhten Umfang volkswirtschaftlicher und speziell geopolitischer Risiken⁶⁸ ist hier insbesondere zu betrachten, dass nach nun fast vier Jahrzehnten sinkender Zinssätze und einem zuletzt durch die expansive Politik der europäischen Zentralbank (EZB) erreichten „Null-Zins-Niveau“⁶⁹ seit 2022 eine grundlegende Trendwende erkennbar ist. Aufgrund der langen Zeit expansiver Geldpolitik in Verbindung mit den Folgen der Covid-19-Pandemie⁷⁰ sowie steigenden Energiepreisen stieg ab 2021 die Inflationsrate im Euroraum klar über die Ziel-Inflationsrate der EZB von 2 % pro Jahr. Die Konsequenz war ab 2022 ein Anstieg der Zinssätze.

Herausforderungen bei der Bewertung ergeben sich somit durch Schwankungen des Bewertungsniveaus bei der Ableitung der Marktrisikoprämie sowie der Differenz der erwarteten Aktienrendite zum risikolosen Zinssatz.⁷¹ Die empirische Studienlage zu Marktrisikoprämien zusammenfassende Veröffentlichung von Schöning und Schyma (2021), die sowohl Untersuchungen zur historischen als auch zur impliziten Bestimmung von Marktrisikoprämien in Deutschland betrachtet, zeigt eine sehr große Bandbreite der ermittelten Marktrisikoprämien. Die Studienlage insgesamt bestätigt aber die vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) 2019 erhöhte Marktrisikoprämie von 6 bis 8 % (vor persönlichen Steuern).⁷²

Empirische Studien belegen dabei einen klaren Zusammenhang zwischen dem risikolosen Basiszinssatz und Risikoprämien, wie speziell der Marktrisikoprämie.⁷³ Es zeigt sich eine ausgeprägte, statistisch signifikante negative Korrelation.⁷⁴ Als Ursache für die negative Korrelation wird angesehen, dass die Risikoprämien im konjunkturellen Abschwung hoch und im Aufschwung niedrig sind. Der risikolose Zinssatz ist umgekehrt im Aufschwung hoch und im Abschwung niedrig. Für die Erklärung gibt es zwei sich potenziell ergänzende Ansätze.⁷⁵ Bei einem Erklärungsansatz wird unterstellt, dass es entsprechend den Forschungsergebnissen der Prospect-Theorie im konjunkturellen Abschwung zu einer steigenden Risikoaversion und damit bei

68 Gleißner/Kamaras/Blum, 2022.

69 Siehe dazu Gleißner, 2019e.

70 Am Ende der Pandemie traf eine aufgestaute Nachfrage auf reduziertes Angebot, z. B. wegen Lieferkettenproblemen und unterlassenen Investitionen.

71 In Anlehnung an Gleißner, 2022, S. 470 f. Vgl. Fama/French, 2002.

72 Vgl. Castedello et al., 2018.

73 Kaserer, 2021.

74 Siehe dazu die Studie von Fama/French, 2002.

75 Kaserer, 2021, S. 783.

gleichem Risikoumfang zu höheren Marktrisikoprämien kommen kann.⁷⁶ Im verwandten Ansatz von Campbell und Shiller (1998) wird die Zeitvariabilität von Risikoprämien auf irrationale Übertreibungen bei der Kursentwicklung zurückgeführt.

Diese negative Korrelation hat erhebliche Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung. Risikoloser Zinssatz stichtagsbezogen und Marktrisikoprämie sind konsistent festzulegen.⁷⁷ Deutliche Änderungen des risikolosen Zinssatzes deuten meist auf eine Änderung der Marktrisikoprämie hin. Für die Lösung dieses Problems kommen die Verwendung impliziter Marktrisikoprämien oder der Total-Markt-Return-Ansatz (TMR) infrage, der von der Annahme einer im Zeitverlauf etwa konstanten, erwarteten Aktienmarktrendite ausgeht. Hierbei wären etwa bei einem Konjunkturzyklus rückläufige Wachstumserwartungen durch einen gleichzeitigen Anstieg der Dividendenrenditen aufgrund der sinkenden Aktienkurse im Wesentlichen kompensiert.⁷⁸

76 Siehe entsprechend das Modell von Cochrane, 2017.

77 Siehe Gleißner, 2014.

78 Kaserer, 2021, S. 788, mit Bezug auf Gleißner, 2014.