



# M&A REVIEW EUROPE

Initiated by



A European initiative  
covering  
the European M&A market



# Es gibt wieder Dealdaten bei der M&A REVIEW!

► Am Pfingstmontag war es soweit: M&A-Dealdaten aus der DACH-Region sind wieder über die M&A REVIEW zugänglich. Sven Majunke und ich haben uns auf eine grundsätzliche Zusammenarbeit im Bereich Dealdaten geeinigt. Zukünftig wird das Produkt unter der Bezeichnung „M&A REVIEW Deal Services“ im Rahmen der M&A REVIEW Online-Jahresabonnements angeboten.

Seit über 15 Jahren sammelt Sven Majunke die M&A-Dealdaten der DACH-Region. Zunächst seit 2005 schwerpunktmäßig PE und VC, seit 2007 zusätzlich M&A-Deals. Die M&A REVIEW plant nun, die 14-tägig-erscheinenden News von „Deal Advisors“ im Rahmen der neu abgeschlossenen M&A REVIEW Online-Jahresabonnements zu integrieren. Dieses exklusive Angebot gilt ab sofort und nur für über die M&A Website neu abgeschlossene Abonnements. Das Angebot umfasst alle Deals aus der Datenbank von 2020 bis heute, und die 14-tägigen Updates sind zunächst auf ein Jahr

befristet. Auf diese Weise wollen wir prüfen, inwieweit dieser Service noch gefragt ist. Die technische Integration der Deal-Datenbank auf der M&A REVIEW-Website wird daher noch etwas dauern.

Die Aufnahme der M&A REVIEW Deal Services in das Gesamtprogramm der M&A REVIEW ist nicht neu. Schließlich wurden über mehr als 20 Jahre Dealmeldungen und Analysen von Deals durch Studenten der Universität St. Gallen zur Veröffentlichung in der M&A REVIEW aufbereitet. Mit der Vereinbarung mit Sven Majunke ist nun der erste Schritt zur Rückgewinnung eines derartigen Serviceangebots gegeben. Weitere Maßnahmen sind geplant, um das Portfolio der M&A REVIEW noch attraktiver für ihre Abonnenten zu gestalten.

Wie Sie sehen können, die Transformation der M&A REVIEW schreitet weiter voran.

Ich hoffe, auch Sie und Ihre Kollegen werden von diesem Angebot



Gebrauch machen und auf diese Weise den Umbau der M&A REVIEW weiter unterstützen.

Was erwartet Sie in dieser Ausgabe der M&A REVIEW? Neben dem bunten Strauß an Fachbeiträgen unserer Experten haben wir dieses Mal wieder lesenswerte Beiträge aus der kommenden M&A REVIEW EUROPE zum Thema SPACs beigelegt. Wir hoffen, Sie haben ausreichend Stoff zum Lesen. ■

Viel Spaß bei der aktuellen Ausgabe!

*Ihr Stefan Schneider*  
schneider@ma-review.com

Editorial	I
Es gibt wieder Dealdaten bei der M&A REVIEW! Stefan Schneider	
M&A aktuell	IV
Deal des Monats Das aktuelle Stichwort	
Standpunkt	VI
digiweek.online: DAS Treffen, wenn es um M&A Tools & Solutions geht Organisationsteam digiweek M&A, M&A Media Services GmbH	

# REPORTS

<b>Strategie</b>	194
Private Equity im Gesundheitssektor: Transaktionsrekord im Pandemiejahr 2020 Dr. Franz-Robert Klingan, Bain & Company	
<b>Recht und Steuern</b>	199
Nachhaltigkeit im Fokus: ESG im M&A-Prozess Dr. Hubertus Schröder, Nadine Bourgeois & Dr. Natalia Ilyevich, Addleshaw Goddard	
<b>Transaktion und Finanzierung</b>	204
Ausgewählte Fragestellungen im Rahmen von M&A-Streitigkeiten aus betriebswirtschaftlicher Sicht Dr. Christoph Eppinger & Dr. Max Meinhövel, Ebner Stolz	
<b>Transaktion und Finanzierung</b>	210
Digitale und virtuelle M&A in der neuen Normalität Thomas Rühle & Daniel Sausgruber, Ginkgo Management Consulting	
<b>M&amp;A REVIEW EUROPE</b>	216
Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): An attractive alternative for tech companies is turning towards Europe Julian Riedlbauer & Richard Hartweck, GP Bullhound	
<b>M&amp;A REVIEW EUROPE</b>	220
SPACs in France, an original approach to access financial markets likely to develop in France? Jeremy Scemama & Fabien Goudot, DLA Piper France LLP	
<b>M&amp;A REVIEW EUROPE</b>	223
French SPAC: The keys to building European champions Annie Maudouit-Ridde, Winston & Strawn LLP	
<b>Country Special</b>	226
Rechtliche Anforderungen für deutsche Investoren in der Volksrepublik China Gracia Holzwarth, ICBC Frankfurt	
<b>Aus dem Netzwerk</b>	238
Erfolgreiche Akquisitionen: Die ersten 100 Tage sind entscheidend Max H.-H. Schaber & Peter Schneck, DATAGROUP SE	



Dr. Franz-Robert Klingan

**194 Private Equity im Gesundheitssektor: Transaktionsrekord im Pandemiejahr 2020**

Trotz der zum Teil massiven Verwerfungen durch die Coronapandemie haben Private-Equity-Anbieter bei Übernahmen im Gesundheitssektor auch 2020 eine aktive Rolle gespielt. Tatsächlich schlossen die Finanzinvestoren sogar mehr Deals ab als im Jahr zuvor. Sie erwiesen sich damit als stabilisierende Kraft in einem insgesamt rückläufigen M&A-Markt. Selbst beim Verkauf von Beteiligungen waren Private-Equity-Fonds unerwartet erfolgreich und steigerten die Zahl ihrer Exits auf ein Rekordniveau – unter anderem aufgrund des vermehrten Einsatzes von SPACs. Das Interesse von Private Equity am Gesundheitssektor wird in den kommenden Jahren anhalten. Denn die grundsätzlichen demographischen Trends setzen sich fort, und der weltweite Profit Pool wird bis 2025 jährlich voraussichtlich um rund 5% steigen. Darüber hinaus haben sich infolge der Coronakrise auch neue Investmentchancen eröffnet, etwa in der Telemedizin sowie bei dezentralen Behandlungs-, Nachsorge- und Pflegemodellen. Seiten 194–198

M&A Events Veranstaltungen im Überblick	VIII
Personalia Jobwechsel, Köpfe, News	IX
Bundesverband M&A Aktuelles, Mitglieder, Events	X
Vorschau, Impressum	XII

ANZEIGE

**Altdaten-Urwald durch M&A?  
Lichten wir!**

**Managed Application Retirement Services**

- Die All-in-One-Plattform für Ihre ERP-Altdaten
- Harmonisierung und Historisierung von IT-Systemen
  - Frühzeitige Identifikation von Altsystemen zur Vermeidung von Sicherheitsrisiken und unüberschaubaren Kosten
  - Schneller ROI und erfolgreiche Integration dank Cloud-Historisierung mit M.A.R.S.

Weitere Informationen: [www.t-systems.com](http://www.t-systems.com)



#truehistorization



### ► German Translation Network AG erwirbt Lingua World GmbH

GEtraNet hat alle Anteile der Lingua World übernommen, gehört damit zu den TOP 10 der deutschen Language Service Providers (LSPs) und steigt dadurch in die TOP 100 der weltweiten LSPs auf. GEtraNet übernimmt von Lingua World alle deutschen Standorte. Die Transaktion wurde am 30.04.2021 unterzeichnet.

Lingua World wurde 1997 in Köln gegründet. Die Agentur ist in den Bereichen Übersetzungen und Dolmetschen für Unternehmen, Behörden und Privatkunden tätig. Das Unternehmen ist dafür bekannt, qualitativ hochwertige Übersetzungen zu liefern, und nach ISO 9001 und 17100 zertifiziert. Lingua World ist in den letzten zehn Jahren stark gewachsen und mit seinem Markenauftritt eine bekannte Größe im Sprachdienstleistungsmarkt.

► <https://ma-rev.de/bbf6f1>

### ► Chinesischer Automobilzulieferer ActBlue erwirbt Geschäftsbereich aus der Continental-Gruppe

Die in China börsennotierte Anhui ActBlue Co., Ltd., Marktführer im Bereich Abgasnachbehandlungssysteme, erwirbt den Geschäftsbereich „Selective Catalytic Reduction Systems“ (SCR) / Commercial Vehicles von der Continental-Tochter Vitesco Technologies. Hierzu

gehörte der Erwerb aller Anteile der Vitesco Technologies Faulquemont S.A.S. sowie von weiteren Vermögensgegenständen der Vitesco Technologies Gruppe. Als Teil der Transaktion wurden auch Vermögensgegenstände wie Produktionsanlagen und Patente erworben sowie langfristige Lizenz- und Lieferverträge abgeschlossen. Durch die Akquisition erhält ActBlue direkten Zugang zum europäischen und US-amerikanischen Markt für Abgasnachbehandlungssysteme und optimiert zugleich die eigenen F&E-Kapazitäten mit dem Ziel, durch Einführung der chinesischen Emissionsnorm CN-VI ab dem 1. Juli 2021 das Wachstum auch in China zu beschleunigen. Die ehemalige „Continental Powertrain Division“ Vitesco Technologies steht vor einer Abspaltung von Continental und soll Presseberichten zufolge an die Börse gebracht werden.

Der Vollzug der Transaktion steht noch unter dem Vorbehalt der Genehmigung der zuständigen Behörden in China.

► <https://ma-rev.de/10451b>

### ► TEGA übernimmt Topgas

Die Technische Gase und Gasetechnik GmbH („TEGA“) erwirbt die Topgas Flüssiggas Handel GmbH und die Senlogas GmbH. Durch die Übernahme von Topgas und Senlogas erhöht TEGA die Präsenz in der strategisch

## DEAL DES MONATS

### ► Siemens akquiriert den Elektronik-Marktplatzbetreiber Supplyframe

**Siemens** kauft **Supplyframe**, einen führenden und stark wachsenden Marktplatz für die globale Wertschöpfungskette elektronischer Komponenten für 700 Mio. USD. Supplyframe ist eine der führenden Design-to-Source-Plattformen für globale Wertschöpfungsketten. Die Transaktion soll erheblichen Mehrwert für die Kunden von Supplyframe und Siemens generieren, denn der Konzern möchte eine Brücke zwischen Hardware-Entwicklern und den Anbietern von Elektronik-Bauteilen bilden. Damit wird Supplyframe zum Nukleus der digitalen Marktplatz-Strategie von Siemens. Der nahtlose und schnelle Zugang zum Angebot von Siemens verbunden mit dem Marktplatz-Know-how von Supplyframe hilft den Kunden, ihre Kosten zu reduzieren, Flexibilität und Geschwindigkeit zu erhöhen und fundierte Entscheidungen zu treffen. Auf den Plattformen von Supplyframe wie „findchips.com“ finden Entwickler und Hersteller von Elektronik-Komponenten zusammen. Die Akquisition stärkt zudem das Portfolio von Siemens durch Software-as-a-Service (SaaS) – nicht nur im Bereich Electronic Design Automation (EDA) und Printed Circuit Boards (PCB), sondern auch anderen Geschäfts- und Technologiefeldern. Das kalifornische

Unternehmen lässt sich vom Angebot her in etwa vergleichen mit einer Mischung aus Google und Amazon für Elektronikkomponenten bis hin zur passenden Software.

Supplyframe hat ein starkes Design-to-Source Intelligence (DSI)-Ökosystem mit mehr als 10 Mio. Ingenieuren und Einkäufern weltweit aufgebaut. Dieses revolutioniert die Produktentwicklung, -beschaffung, -vermarktung und -verkauf von Unternehmen im Bereich der globalen Elektronik-Wertschöpfungskette. Das Geschäftsaufkommen mit SaaS-Lösungen wuchs dabei mit 40% p.a. über die letzten Jahre. Es wird erwartet, dass sich die Wachstumsraten mittelfristig in dieser Größenordnung weiterentwickeln. Siemens erwartet signifikante Synergien zwischen Supplyframe und dem Siemens-Portfolio mit einem Net Present Value im mittleren dreistelligen USD-Millionenbetrag. Darüber hinaus soll die Übernahme zum Ergebnis je Aktie bei Siemens vor Kaufpreisallokation im zweiten Jahr nach Vollzug der Transaktion beitragen. Steve Flagg bleibt CEO von Supplyframe und wird zusätzlich Teil des Führungsteams von Siemens Digital Industries Software.

► <https://ma-rev.de/362b55>

# DAS AKTUELLE STICHWORT

## Task Force Mittelstand



► **Prof. Dr.-Ing. Kai Lucks,**  
Gründer und Vorsitzender des Bundesverbandes Mergers & Acquisitions e.V.

Den Bundesverband Mergers & Acquisitions hatten wir 2002 mit der Idee gegründet, das M&A-Wissen der Konzerne auf den Mittelstand zu übertragen. Anlass war, dass Japaner regelmäßig die Spinoffs der Konzerne übernahmen und dass „M&A“ für die mittelständischen deutschen Unternehmen quasi ein Fremdwort war: Die Übernahme von Unternehmensteilen aus Konzernen, mit deren Kultur und Strukturen, kam für sie gar nicht infrage.

In den mittlerweile bald 20 Jahren hat sich viel getan: Mittelständler wurden kompetent, haben viele Deals abgeschlossen und mit Erfolg integriert. Sie haben vielfach eigene M&A-Strukturen aufgebaut und Prozesse entwickelt, die mittleren und auch kleineren Unternehmen angepasst sind. In dieser Zeit hat sich auch die M&A-Praxis der Konzerne stark verändert, mit spezifischen Projektführungsmodellen und einer Vielzahl von

speziellen Kompetenzen. In den letzten Jahren kam die Digitalisierung hinzu, sowohl in Form von neuen Geschäftsmodellen als auch durch die zunehmende Digitalisierung des M&A-Prozesses.

Den besonderen Bedürfnissen, die sich für den Mittelstand in Bezug auf M&A herausgebildet haben, wollen wir nun Rechnung tragen durch eine „Task Force Mittelstand“, die sich selbst organisiert, ihre eigene Struktur entwickelt und nach den ureigensten Bedürfnissen ihre Aktivitäten baut – und zwar über das gesamte M&A-Feld und auch darüber hinaus (Technologien, Regionen, Branchen ...). Dies umfasst alle Typen von Veranstaltungen und Medien. Mit diesem Freiraum soll die Task Force Mittelstand eigene Dynamiken entwickeln. Wir wünschen viel Erfolg!

Für Rückfragen steht Ihnen die Geschäftsstelle des Bundesverbandes Mergers & Acquisitions e.V. unter [verwaltung@bm-a.de](mailto:verwaltung@bm-a.de) gerne zur Verfügung.

wichtigen Region Westdeutschland deutlich. Die Unternehmen verfügen über ein erfahrenes Mitarbeiter- & Management-Team, einen exzellenten Kundenstamm und eine starke operative Infrastruktur. Die Transaktionen wurden Mitte Mai 2021 abgeschlossen. Die Unternehmen werden ihren Sitz im nordrhein-westfälischen Herten haben, wo Topgas seit 1999 tätig ist. Akquisitionen sind Teil der globalen M&A-Wachstumsstrategie von DCC. TEGA sucht in diesem Zusammenhang in Deutschland aktiv nach weiteren M&A- und Kooperationspartnern im Bereich Flüssiggas und europaweit im Bereich Kältemittel.

► <https://ma-rev.de/315c6f>

### ► **Scout24 erwirbt vermietet.de**

Scout24 übernimmt die Zenhomes GmbH, das Unternehmen hinter der Marke vermietet.de. vermietet.de ist eine marktführende digitale Plattform für private Vermieter zur Verwaltung aller Prozesse rund um die Immobilie. Mit dem Toolkit können beispielsweise Nebenkostenabrechnungen erstellt, Daten für Steuererklärungen erfasst oder der Marktwert einer Immobilie analysiert werden. vermietet.de wurde 2016 von Jannes Fischer gegründet, der als Geschäftsführer im Unternehmen bleibt. Immoscout von Scout24 ist laut Angaben des Unternehmens mit rund 13,8 Millionen Besuchern pro Monat der Marktführer für die digitale

Immobilienvermarktung und -suche. Die Dienstleistungen von vermietet.de werden zukünftig mit der Produktpalette von ImmoScout24 kombiniert, so kann Scout24 sein Angebot strategisch deutlich erweitern. Die Marke vermietet.de soll bestehen bleiben, und Scout24 ist nach eigenen Angaben bestrebt, in das Unternehmen und sein Wachstum zu investieren.

► <https://ma-rev.de/a38cc5>

### ► **Intralinks Dealflow Predictor Q3 2021 weist weiterhin auf hohe Marktaktivitäten**

Viele Akteure am M&A-Markt fragen sich derzeit, wie sich der Markt nach dem Corona-bedingten Einbruch im ersten Halbjahr 2020 und der Erholung in den vergangenen Monaten wohl für das Rest des Jahres 2021 entwickeln wird. Als ein Indikator zur Beantwortung dieser Frage wird gerne einmal der Dealflow Predictor von Intralinks herangezogen. Schenkt man der neuesten Auswertung für Q3 2021 Glauben, so können wir für die gesamte DACH-Region gesehen weiterhin von hohen Marktaktivitäten ausgehen. Lediglich für Österreich wird bei den Dealaktivitäten im Quartalsvergleich gegenüber Vorjahr sowie Vorquartal mit einem Rückgang gerechnet. Wir werden im Rahmen unserer Austria Column berichten, ob dies tatsächlich eingetreten ist.

# digiweek.online: DAS Treffen, wenn es um M&A Tools & Solutions geht

► In diesem Jahr wird vom 14. bis 18. Juni 2021 zum ersten Mal die digiweek M&A stattfinden. Zielgruppe für dieses digitale Format sind alle M&A-Professionals in Europa und darüber hinaus, die sich für Tools und Lösungen zur Vereinfachung des M&A-Prozesses interessieren.

Jeder Tag steht unter einem eigenen Motto. So werden am Tag 1 Tools & Solutions für die M&A Strategiephase im Bereich Target Screening und Deal Sourcing vorgestellt; am Tag 2 stehen die Tools & Solutions für eine effiziente Durchführung der Transaktion im Vordergrund; Tag 3 zeigt Lösungen im Bereich des Carve-outs und der Integration und Tag 4 fokussiert auf die aktuellen Cyber-Risiken und Datenschutzthemen im Bereich einer M&A-Transaktion. Der Tag 5 ist als Start-up & Venture Day komplett den neuen Playern auf diesem doch sehr jungen Marktsegment gewidmet. Hier werden neue (oder auch etablierte) Unternehmen mit ihren neuen Ideen und Technologien vorgestellt.

Die Woche vom 14. bis 18. Juni hat nicht den Anspruch, alle M&A Tools und Solutions am Markt vorzustellen. Dies wäre bei der Vielzahl an verfügbaren Lösungen gar nicht möglich. Sie soll jedoch vielmehr Impulsgeber dafür sein, welche Themen im Rahmen eines Transaktionsprozesses mit Hilfe von technischen

Hilfsmitteln abgedeckt werden können. Und hierzu werden relevante Anbieter ihre Lösungen zeigen.

Die Vorbereitungsaktivitäten zu dieser Woche hatten ressourcenbedingt erst vor Kurzem begonnen. In gemeinsamer Arbeit mit allen Partnern ist es jedoch gelungen, ein spannendes Programm mit hochkarätigen M&A-Experten und relevanten M&A Tools & Solutions auf die Bühne zu bekommen. So werden in den Vormittagsveranstaltungen Key Notes und Diskussionsrunden mit Experten von Investoren wie Corporates oder Private-Equity-Häusern oder von Beratern und Lösungsanbietern angeboten, die ihre unterschiedlichen Perspektiven auf den M&A-Prozess aufzeigen. Am Nachmittag folgen dann Deep-Dive-Sessions mit Vorstellungen zu einzelnen Lösungen.

Und das Gute an dieser Online-Veranstaltung ist, dass diese Inhalte – zumindest teilweise – auch zu späteren Terminen der interessierten M&A-Community zur Verfügung stehen werden. Die Voraussetzung ist jedoch, dass sich der Teilnehmer für das jeweilige Themengebiet (=Tag) angemeldet hat, für das er sich interessiert. So ist sichergestellt, dass er über News und Updates im Tagesprogramm, aber auch zukünftig über Veränderungen und Neuigkeiten am Markt für M&A Tools & Solutions generell auf dem Laufenden gehalten wird.

Veranstaltet wird die digiweek M&A von der M&A Media Services GmbH gemeinsam mit den Content-Partnern M&A REVIEW, Bundesverband Mergers & Acquisitions e.V. (BM&A), Fusions & Acquisitions und M&A REVIEW EUROPE. Die Teilnahme des BM&A und einiger seiner Mitglieder an Vorbereitung und Umsetzung ist besonders erfreulich. Schließlich findet dort seit 2018 kontinuierlich ein Austausch der verschiedenen Prozessbeteiligten zu Entwicklungen auf dem Gebiet der Digitalisierung in M&A statt. Diese Woche kann den gewünschten Austausch sicherlich weiter stimulieren.

Das erste Feedback, das das Organisationsteam erhalten hat, ist sehr ermutigend. Die Vielzahl an positiven Feedbacks hat bereits jetzt dazu geführt, dass die Planungen für nachfolgende Veranstaltungen basierend auf den gewonnenen Erkenntnissen frühzeitig aufgenommen werden. Die digiweek M&A hat die Chance, sich als kontinuierlicher Impulsgeber für das Thema Digitalisierung in M&A zu etablieren. Falls auch Sie relevante M&A Tools & Solutions kennen, freut sich das Team auf Input unter [ma-tools@ma-review.com](mailto:ma-tools@ma-review.com). ■

Bei Interesse können Sie sich unter <https://digiweek.online> registrieren.

*Organisationsteam der  
digiweek M&A*

# M&A media services

GmbH

in Partnership with

BUNDESVERBAND  
MERGERS &  
ACQUISITIONS E.V.

FUSIONS  
ACQUISITIONS  
La première revue des rapprochements d'entreprises

M&AREVIEW  
MERGERS & ACQUISITIONS • Beratungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

M&A REVIEW EUROPE

presenting

# M&A Digitization Week Europe 2021

## digiweek M&A

## Tools & solutions during the M&A process

**When:** June 14<sup>th</sup>–18<sup>th</sup>, 2021 • **Location:** Online • **Registration** <https://digiweek.online>

### A week of inspiration on tools & solutions for challenges in the M&A process

June 14<sup>th</sup>, 2021: Strategy Day (Target Screening & Deal Sourcing) – Where/What/Who is my target?

June 15<sup>th</sup>, 2021: Transaction Day – How to get the deal done?

June 16<sup>th</sup>, 2021: Carve-out & Integration Day – How to achieve operational excellence?

June 17<sup>th</sup>, 2021: Cyber Risks & Data Protection Day – Where are the risks? Where are the limits?

June 18<sup>th</sup>, 2021: Start-up & Venture Day – What is coming next?

# Thanks to all partners supporting digiweek M&A!

Powered by

XperienceCONNECT

# Private Equity im Gesundheitssektor: Transaktionsrekord im Pandemiejahr 2020

Dr. Franz-Robert Klingan, Bain & Company

## 1. Private-Equity-Geschäft ist in der Krise erstaunlich resilient

► Der Ausbruch der Coronapandemie hat 2020 weltweit binnen kurzer Zeit die Geschäftsgrundlage nahezu aller Marktteilnehmer im Gesundheitssektor verändert. Während beispielsweise Hersteller von Beatmungsgeräten eine bis dahin nie gekannte Nachfrage erlebten, waren andere Branchensegmente mit den Folgen verschobener Behandlungen und Vorsorgeuntersuchungen konfrontiert. In diesem turbulenten Umfeld erwies sich das Private-Equity-(PE-)Geschäft als erstaunlich resilient. Weltweit schlossen Buy-out-Fonds im vergangenen Jahr sogar 21% mehr Healthcare-Transaktionen ab als 2019. Da Mega-Deals ausblieben, sank das veröffentlichte Transaktionsvolumen laut „Global Healthcare Private Equity and M&A Report 2021“ von Bain & Company<sup>1</sup> im gleichen Zeitraum um 17% auf 66 Mrd. USD. Allerdings wurde insbesondere bei einigen größeren Deals der Kaufpreis nicht bekannt gegeben.

Die regen Investmentaktivitäten selbst in einem Krisenjahr machen Hoffnung für 2021 und darüber hinaus. Zumal eine alternde Weltbevölkerung, steigende Einkommen oder der rasante medizinische Fortschritt weiterhin für eine steigende Nachfrage im Gesundheitssektor sorgen, sodass auch das Interesse der PE-Gesellschaften an dieser Branche hoch bleiben dürfte. Der nachfolgende Beitrag beleuchtet die Investment- und Exitaktivitäten von PE-Fonds 2020, stellt dieser Entwicklung das vergleichsweise schwache M&A-Geschehen gegenüber und gibt einen Ausblick für die kommenden Jahre.

## 2. Investitionsgeschehen: Deals nehmen zu, Volumen sinkt

Die Coronapandemie hat den jahrelangen Höhenflug der PE-Branche im Frühjahr 2020 über alle Branchen hinweg gestoppt. Doch die Pause war lediglich von kurzer Dauer, nicht nur im Gesundheitssektor. Insgesamt

sprang das PE-Geschäft überraschend schnell wieder an. Im Gesamtjahr 2020 gab es so viele Healthcare-Deals von Buy-out-Fonds wie noch nie seit der Jahrtausendwende. Und auch in Bezug auf das Transaktionsvolumen gibt es keinen Grund zur Klage. Nur 2006 und 2019 floss mehr Kapital von Buy-out-Fonds in neue Beteiligungen (Abb. 1).

### 2.1 Geringerer Anteil der Top-10-Transaktionen

Doch während in den vergangenen Jahren einige Mega-Deals das Gros des Kapitals auf sich zogen, haben PE-Anbieter 2020 eher in die Breite investiert. Das durchschnittliche Dealvolumen fiel von 686 auf 296 Mio. USD. Und vereinten die Top-10-Deals in den vergangenen Jahren 60 bis 75% des gesamten Transaktionsvolumens auf sich, ist dieser Anteil nunmehr auf 43% gesunken.

An der Spitze des Deal-Rankings 2020 steht mit 5 Mrd. USD der Verkauf einer auf Lösungen für staatliche Gesundheitsprogramme spezialisierten Sparte der DXC Technology Company, die an Veritas Capital in den USA ging. Immerhin drei der zehn größten Transaktionen von Buy-out-Fonds fanden in Europa statt: die Übernahme der französischen Klinikgruppe ELSAN durch KKR und Ardian, die mehrheitliche Beteiligung von EQT Infrastructure an der ebenfalls französischen Colisée Patrimoine Group sowie der Erwerb der britischen Priory Group, Marktführer für die Behandlung psychischer Krankheiten, durch Waterland.

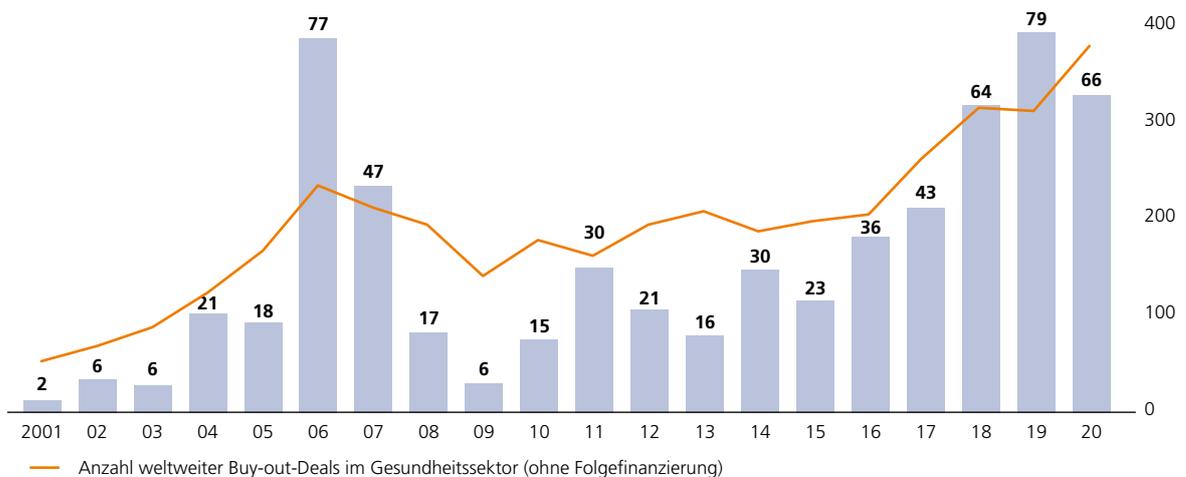
### 2.2 Biopharma und Healthcare-IT im Fokus

Auch auf anderen Kontinenten ließen Buy-out-Fonds eine Vorliebe für die Anbieter von Gesundheitsleistungen erkennen. Dabei setzten sie vor allem auf Buy-and-Build-Strategien in zersplitterten Märkten sowie auf Geschäftsmodelle der nächsten Generation, unter anderem in der Pflege. Nahezu 150 der insgesamt 380 Deals entfielen auf Transaktionen in diesem Umfeld. Ähnlich aktiv waren PE-Gesellschaften im Biotech- und Pharmasegment (Biopharma). Hier stand weniger das

<sup>1</sup> Jain/Murphy/Klingan et. al.: Global Healthcare Private Equity and M&A Report 2021, Boston 2021, Bain & Company.

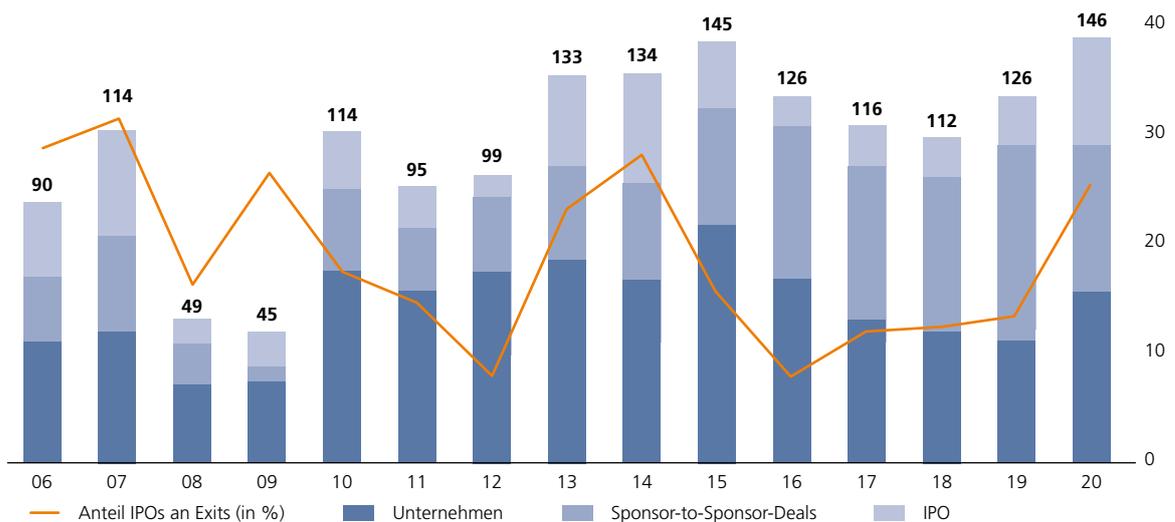
### Abb. 1 • Globaler Wert von Buy-out-Deals im Gesundheitssektor (in Mrd. USD, ohne Folgefiananzierung)

Quellen: Dealogic, AVCJ; Studie „Global Healthcare Private Equity and M&A Repr“, 2021, Bain & Company



### Abb. 2 • Anzahl weltweiter Exits von Buy-out-Fonds im Gesundheitssektor

Quellen: Dealogic, AVCJ; Studie „Global Healthcare Private Equity and M&A Repr“, 2021, Bain & Company



kostspielige Geschäft rund um die Entwicklung neuer Wirkstoffe im Fokus. Vielmehr konzentrierten sich Investoren auf unterstützende Dienstleistungen – von speziellen Forschungsleistungen über Verpackung und Logistik bis hin zu Marketingservices.

Healthcare-IT weckte pandemiebedingt ebenfalls zunehmend Interesse. Wie in vielen anderen Branchen nahmen auch im Gesundheitssektor die Digitalisierung und insbesondere die Modernisierung der Verwaltung aufgrund der Coronakrise Fahrt auf. Hinzu kam eine rasant wachsende Nachfrage nach virtuellen Interaktionen speziell im Bereich der Telemedizin.

Wie attraktiv Healthcare-IT, Biopharma und andere Gesundheitssegmente für PE-Anbieter 2020 waren, zeigt eine Gegenüberstellung ihrer Aktivitäten dort mit

denen in anderen Wirtschaftszweigen. Über alle Branchen hinweg ging die Zahl der Buy-out-Transaktionen im vergangenen Jahr um 24% zurück, dagegen stieg sie im Gesundheitssektor um 21%. In der Folge war der Anteil der Healthcare-Deals an sämtlichen Buy-out-Transaktionen so hoch wie noch nie seit der Jahrtausendwende.

### 3. Gutes Jahr für Exits: SPACs fördern Börsengänge

Nicht nur bei den neu abgeschlossenen Deals war 2020 im Healthcare-Sektor ein Rekordjahr für PE-Gesellschaften. Die Zahl der Exits war mit 146 höher als je zuvor in den vergangenen 15 Jahren (Abb. 2). Dabei lag der Wert mit 73,1 Mrd. USD um nahezu 80% über dem von 2019.

Dieser Anstieg lässt sich zu einem guten Teil auf das rege IPO-Geschehen speziell im zweiten Halbjahr 2020 zurückführen. Das wiederum hängt eng mit der wachsenden Popularität von Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) zusammen. Diese Börsenmäntel emittieren zuerst Aktien, um im zweiten Schritt Transaktionen durchzuführen. Von den insgesamt 248 SPACs im Jahr 2020 haben 56 ihren Schwerpunkt auf den Gesundheitssektor gelegt und sind bereits teilweise tätig geworden. So schloss sich der Gesundheitsdienstleister Multiplan für 9,7 Mrd. USD mit Churchill Capital III zusammen. Und Cano Health ging für 3,0 Mrd. USD in Jaws Acquisition auf. Da die Zahl der SPACs insbesondere im dritten und vierten Quartal 2020 zugenommen hat, sind für 2021 weitere Transaktionen zu erwarten. Anhaltend niedrige Zinsen, günstige Finanzierungsmöglichkeiten sowie eine hier und da noch spürbare Zurückhaltung bei klassischen Börsengängen könnten dies begünstigen.

Dessen ungeachtet entfiel der Großteil der Exits auch 2020 auf Sponsor-to-Sponsor-Deals und auf Transaktionen, an denen strategische Käufer beteiligt waren. Dabei ließen Vertreter aus dem Gesundheitssektor mit 40% Exits die PE-Branche hinter sich. Im Jahr zuvor war dies noch anders gewesen.

#### **4. Schwaches Jahr für M&A: Unternehmenskäufe brechen ein**

Insgesamt ist das weltweite M&A-Geschehen zwischen Unternehmen 2020 allerdings erlahmt. Im Vergleich zum Rekordjahr 2019 nahm das Transaktionsvolumen im Gesundheitssektor deutlich ab. Erreicht wurden 338,6 Mrd. USD, was einen Einbruch um 37% bedeutet. Die Zahl der Übernahmen ging um 9% auf 2.845 zurück. Da gerade zu Beginn der Coronakrise deren Auswirkungen noch nicht absehbar waren, wurden viele Deals aufgeschoben.

##### **4.1 Mega-Deals zuletzt nicht gefragt**

Die Unsicherheit vieler Marktteilnehmer spiegelt sich in der geringen Zahl von Mega-Deals wider. Im vergangenen Jahr ragten nur zwei Transaktionen mit einem Volumen von jeweils mehr als 20 Mrd. USD heraus: der Erwerb von Alexion Pharmaceuticals durch AstraZeneca sowie der Kauf von Immunomedics durch Gilead Sciences. Dagegen fanden 58% der M&A-Deals in Größenordnungen von bis zu 5 Mrd. USD statt. Strategische Käufer konkurrierten dabei vor allem mit Private-Equity-Anbietern und sahen sich damit einem noch härteren Wettbewerb um attraktive Targets ausgesetzt, als dies zuvor schon der Fall gewesen war.

Bei den Branchensegmenten stand Biopharma im Mittelpunkt. Dort kam es zu zwei Dritteln aller M&A-Transaktionen. Der Kapitalmarkt honoriert hier seit

Jahren anorganisches und organisches Wachstum gleichermaßen. Einer Bain-Analyse zufolge lassen sich 50% der Aktienrendite börsennotierter Biotech- und Pharmahersteller auf Umsatzwachstum zurückführen. Der Effekt ist zweieinhalbmal so groß wie der des EBITDA.

##### **4.2 Vielversprechende Renditen für Strategen möglich**

Auch vor diesem Hintergrund dürften Biotech- und Pharmaanbieter im M&A-Geschäft aktiv bleiben – ebenso wie andere Player im Gesundheitswesen. Für kapitalstarke Unternehmen ist in schwierigen Zeiten traditionell die Gelegenheit günstig, mit Akquisitionen ihre Marktstellung zu festigen und attraktive Renditen zu erzielen. So erwirtschaftete beispielsweise Medtronic seit der Übernahme von CoreValve und Ventor Technologies im Krisenjahr 2009 im Schnitt eine Aktienrendite von 11%.

Doch um solche Renditen zu erreichen und das volle Potenzial von Firmenkäufen zu heben, ist eine klare Strategie vonnöten – und dies im aktuellen Umfeld mehr denn je. Zugleich hat eine konsequente Post-Merger-Integration zu erfolgen. Bei jeder einzelnen Übernahme gilt es, sämtliche Synergien zu erkennen und zu nutzen sowie die richtigen Menschen zusammenzubringen, denn nur so lässt sich echter Mehrwert schaffen. Noch muss dies alles weiterhin zumeist virtuell ablaufen, was eine ganz besondere Herausforderung beim Führen und Integrieren von Menschen ist. Ohne ein umfassendes Change Management mit eindeutigen Zielen und zentraler Steuerung geraten solche Prozesse schnell ins Stocken. Im Umkehrschluss aber heißt das: Wer jetzt die richtigen Targets findet und diese intelligent integriert, kann in den kommenden Jahren überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften.

##### **5. Ausblick: Pandemie verändert Märkte und schafft neue Chancen**

Angesichts der Wiederbelebung der M&A- und PE-Aktivitäten im zweiten Halbjahr 2020 könnte der Eindruck entstehen, nach erfolgreicher Impfkampagne stünde eine Rückkehr zu alten Zeiten bevor. Doch dies wäre ein Trugschluss. Denn die Pandemie hat viele Geschäftsmodelle in ihren Grundfesten erschüttert und wird zum Teil zu umfassenden Veränderungen führen. So hat sich etwa in der Pharmabranche gezeigt, wie fragil viele Lieferketten sind. Zudem wurde deutlich, wie abhängig Fortschritte bei klinischen Studien von menschlichen Interaktionen sind. Auch niedergelassene Ärzte und Pflegedienste sind durch die weitreichenden Kontaktbeschränkungen unter Druck geraten und stehen nun virtuellen Formaten wesentlich aufgeschlossener gegenüber.

## 5.1 Drei Szenarien zur künftigen Marktentwicklung

Um solche Veränderungen besser verstehen und einordnen zu können, hat Bain ein vereinfachtes Modell entwickelt. Es hilft, die Nachfrage in verschiedenen Märkten während der Pandemie, unmittelbar danach und mittelfristig einzuschätzen. Drei Szenarien sind typisch: Abpralleffekte, eine schrittweise Normalisierung und ein permanenter Wandel.

Charakteristisch für einen Abpralleffekt sind ein rasanter Einbruch oder ein starker Anstieg der Nachfrage in der Pandemie, denen eine ebenso heftige Gegenbewegung folgt, bevor mehr oder minder wieder das ursprüngliche Niveau erreicht ist. Gute Beispiele dafür sind 2020 auf der einen Seite Beatmungsgeräte, auf der anderen Seite klinische Studien. Während bei Ersteren nach der Pandemie ein Nachfrageloch zu erwarten ist, wird es bei klinischen Studien wohl massive Nachholeffekte geben.

Bei einer schrittweisen Normalisierung dauern sowohl Erholungs- als auch Abkühlphase erheblich länger. Zudem werden die Minder- und Mehrumsätze nicht kompensiert. Das gilt beispielsweise für die Hersteller von Geräten und Materialien für Endoskopien. Bislang haben in der Pandemie viele Patienten und Patientinnen auf Regeluntersuchungen wie etwa Darmspiegelungen verzichtet. Dagegen hat wegen der Kontaktbeschränkungen das Interesse an psychologischen und psychiatrischen Angeboten vorübergehend zugenommen.

Am spannendsten aus Investorensicht sind diejenigen Märkte, in denen die Pandemie zu einem permanenten Wandel und zu einer dauerhaft höheren Nachfrage führt. So mehren sich die Anzeichen, dass sich sowohl bei Patientinnen und Patienten als auch aufseiten der Ärzteschaft auf Dauer Videosprechstunden durchsetzen könnten. Zudem ist die Hemmschwelle beim Einlösen von Rezepten in Onlineapotheken gesunken. ▶▶

ANZEIGE

**M&A**media services

GmbH

Der **BUNDESVERBAND  
Mergers &  
Acquisitions E.V.** präsentiert:

# Future of Health

Trends und Treiber der Transformation im deutschen Gesundheitswesen

**Betrachtet und diskutiert werden insbesondere die aktuellen Trends und Treiber wie zum Beispiel**

- Verändertes Patientenverhalten
- Innovation und Digitalisierung
- Future of Work
- Vergütung und Finanzierung

sowie deren Auswirkungen auf bzw. Leistungsverschiebungen zwischen den Submärkten und wirtschaftliche Konsequenzen.

**Wann:** Donnerstag, 1. Juli 2021, 17–18 Uhr • **Ort:** Online  
**Anmeldung unter:** <https://futureofhealth.ma-review.com>

Mit freundlicher Unterstützung des Publikationsorgans

**M&AREVIEW**  
Mergers & Acquisitions • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

## 5.2 Vier Investmenttrends für die kommenden Jahre

Diese Beispiele machen deutlich: In jeder Krise ergeben sich Möglichkeiten für mutige Unternehmen und Investoren, sich in einem zukunftssträchtigen Markt erfolgreich zu positionieren. Vier Themen erscheinen dabei derzeit besonders interessant:

- **Telemedizin.** Aus Scheu vor persönlichen Kontakten in Praxen und Ambulanzen haben viele Patientinnen und Patienten 2020 zum ersten Mal Videosprechstunden genutzt – und dabei die Vorteile kennengelernt. Nun gilt es das neue Format im Alltag zu etablieren. Die Zukunft gehört voraussichtlich Tools, die Patientinnen und Patienten mit einer Arztpraxis ihres Vertrauens verbinden. Callcenter haben hingegen nur wenige Möglichkeiten, eine persönliche Beziehung aufzubauen.
- **Dezentrale Behandlung, Nachbetreuung und Pflege.** Die zum Teil hohen Ansteckungsraten in großen Einrichtungen haben das Bewusstsein für die Vorteile einer dezentralen Organisation der Behandlung und der Patientenbetreuung nach einem Klinikaufenthalt und in der Pflege geschärft. Dazu bedarf es nicht nur entsprechender Einrichtungen vor Ort, sondern auch Technologien, um Personaleinsätze zu koordinieren oder Menschen in die Lage zu versetzen, ihren Gesundheitszustand selbst zu kontrollieren.
- **Klinische Studien.** Die mehrjährigen Versuchsreihen, die in der Regel verschiedene Phasen durchlaufen, basierten bislang zum großen Teil auf persönlichen Interaktionen von Ärzte- und Patientenschaft. In der Pandemie haben sich daher viele Prozesse bei Herstellern und Dienstleistern verzögert. Mit neuen Methoden lassen sich nicht nur die Zahl der menschlichen Interaktionen verringern, sondern auch die Zeit zwischen erster klinischer Studie und Einreichung der Zulassung verkürzen. Dienlich sind unter anderem Diagnostik-Tools zur Überwachung von Studienteilnehmern sowie die Nutzung von Software zur Echtzeitauswertung von Daten.
- **Konsolidierung der Anbieterlandschaft.** Seit Jahren geht in Teilen des Gesundheitswesens einer der Trends in Richtung Konsolidierung, um Skaleneffekte zu erzielen und Risiken besser abzufedern. Da viele kleinere Kliniken und Ambulanzen seit Beginn der Pandemie Einbußen hinnehmen mussten, dürfte sich das nun beschleunigen.

## 6. Fazit: Healthcare-Sektor wächst und bleibt für PE-Anbieter attraktiv

Die Bain-Szenarien machen deutlich, dass sich die Nachfrage in vielen Marktsegmenten des Gesundheitssektors nach Überwindung der Pandemie wieder normalisiert, in einigen sogar erhöht. Schon von daher bleiben Healthcare-Unternehmen ein attraktives Ziel für PE-Gesellschaften. Hinzu kommen die unverändert geltenden grundlegenden Trends, die bereits seit Jahren die Nachfrage antreiben: eine alternde Weltbevölkerung, die dank steigender Einkommen zunehmend Zugang zu Gesundheitssystemen erhält, sowie ein enormer medizinischer und technischer Fortschritt. Bain schätzt vor diesem Hintergrund, dass der Profit Pool im Gesundheitssektor bis 2025 um etwa 5% pro Jahr wächst. Allerdings könnten sich gesetzliche oder regulatorische Auflagen diesseits und jenseits des Atlantiks noch negativ auf diese Gewinnpotenziale auswirken.

Zugleich müssen sich PE-Anbieter und andere Unternehmenskäufer auf einen intensiveren Wettbewerb einstellen – und das sowohl mit Vertretern der eigenen Branche als auch mit strategischen Käufern. Zumal der Anlagedruck bei Finanzinvestoren größer ist denn je: Sie verfügen derzeit über knapp 3 Bio. USD nicht-investiertes Kapital. Eine solche Konkurrenzsituation lässt steigende Bewertungen erwarten und zwingt PE-Gesellschaften dazu, ihre Prozesse bei der Auswahl und der Führung von Beteiligungen weiter zu schärfen. Sich stärker zurückzuhalten, ist für sie dennoch keine Option. Dafür ist der Gesundheitssektor für alle Beteiligten einfach zu attraktiv. ■



**Dr. Franz-Robert Klingan** ist Senior Partner bei Bain & Company in München und Director der Praxisgruppen Gesundheitswesen und Pharmaindustrie im deutschsprachigen Raum. Er leitet das Investorengeschäft im Gesundheitsbereich in der EMEA-Region. Schwerpunkte seiner Beratungstätigkeit sind Produktentwicklung und Forschungsproduktivität. Darüber hinaus beschäftigt sich Klingan mit Fusionen und Akquisitionen im Gesundheitssektor und angrenzenden Bereichen auch unter Beteiligung von Private Equity.

# Nachhaltigkeit im Fokus: ESG im M&A-Prozess

Dr. Hubertus Schröder, Nadine Bourgeois & Dr. Natalia Ilyevich,  
Addleshaw Goddard Deutschland

## 1. Einleitung

▶ Nachhaltigkeit ist ein Megatrend, der in letzter Zeit nochmals an Aktualität und Relevanz gewonnen hat. Wesentliche Grundlage für die Beurteilung nachhaltigen Handelns sind die ESG-Kriterien: Environment, Social und Governance. Gesetzgeberisch sind diese nicht abschließend definiert. Environment umfasst sämtliche Umweltthemen, Social soziale Themen wie den Umgang eines Unternehmens mit seinen Mitarbeitern oder mit dem Thema Menschenrechte und Governance die Grundsätze guter Unternehmensführung. So mannigfaltig wie die Kriterien sind auch die Rechtsgebiete und Rechtsquellen. Während freilich einige der Rechtsthemen schon länger besondere Beachtung finden – insbesondere unter dem Allgemeinbegriff Compliance –, ist die Komprimierung auf das Schlagwort ESG und dessen Tragweite neu.

Die ESG-Regulierung hat durch den Green Deal der EU-Kommission<sup>1</sup> jüngst weiter an Fahrt gewonnen, die Regelungsdichte wird mit dem sukzessiven Inkrafttreten der Disclosure-Verordnung (VO) und der Taxonomie-VO auf deutscher und europäischer Ebene weiter zunehmen. Manche Beobachter erwarten gar ein „legislatives Feuerwerk“ infolge des Green Deals<sup>2</sup>. Für Aufsehen sorgte auch der aktuelle Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom März 2021, mit dem Teile des deutschen Klimaschutzgesetzes vom 12. Dezember 2019 für verfassungswidrig erklärt wurden, weil die künftigen Emissionsminderungspflichten unumkehrbar zu weit in die Zukunft verlagert wurden ▶

<sup>1</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen vom 11. Dezember 2019 (abrufbar unter [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/european-green-deal-communication\\_de.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/european-green-deal-communication_de.pdf)).

<sup>2</sup> „Legislative firestorm“, so die Europa-Ausgabe des Magazins Politico, abrufbar unter [www.politico.eu/article/what-is-the-green-deal/](http://www.politico.eu/article/what-is-the-green-deal/).

## Abb. 1 • ESG-Kriterien

Quelle: Eigene Darstellung



und damit die Freiheitsrechte der sehr jungen Beschwerdeführer verletzen<sup>3</sup>.

Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass Entscheidungsträger in einer repräsentativen Umfrage zu den wesentlichen Risiken und Bedrohungen der Wettbewerbsposition ihrer Unternehmen auf den ersten vier Plätzen zwei ESG-Risiken nannten, nämlich Umwelt- und regulatorische Risiken<sup>4</sup>. Auch in M&A-Transaktionen spielt der Umgang mit ESG-Themen eine wachsende Rolle, die abhängig von Assetklasse, Branche und Unternehmensgröße der Beteiligten derzeit noch unterschiedlich groß ausfallen kann.

In wirtschaftlicher Hinsicht geht die rechtliche Prüfung des Umgangs mit dem Thema ESG durch die Zielunternehmen bei einer M&A-Transaktion über eine reine Erfolgs- und Renditeerwartungsbetrachtung hinaus. So ergeben neueste Studien, dass der Umgang mit ESG-Themen durch ein börsennotiertes Unternehmen eines von sechs wesentlichen Risikokriterien aktivistischer Investoren darstellt.<sup>5</sup>

Nachfolgend betrachten wir ausgewählte Bereiche, in denen ESG-Themen im M&A-Kontext eine herausragende Rolle spielen.

## 2. Due Diligence im M&A-Prozess – ESG als übergreifendes Prüfungsthema

Korrespondierend mit der stetig zunehmenden rechtlichen Regeldichte ist die Prüfung der Einhaltung von ESG-Kriterien durch das Zielunternehmen (sogenannte ESG-Compliance) im Rahmen der Legal Due Diligence von besonderer Relevanz. Zu einer solchen Due Diligence gehören nicht nur Umwelt- und Nachhaltigkeitsthemen, sondern beispielsweise arbeitsrechtliche Fragestellungen wie die Einhaltung der Vorschriften des Arbeitsschutzgesetzes, die sich schon seit langer Zeit auf den Due-Diligence-Checklisten professioneller Marktteilnehmer befinden. Je nach Struktur des Zielunternehmens geht die Prüfung über den Standard-Check der bekannten rechtlichen Risiken deutlich hinaus. Hier können auch Fragen zu Diversity und Inclusion, Vorschriften wie dem UK Bribery oder Modern Slavery Act und weiteren bereits existierenden nationalen Vorschriften in anderen Jurisdiktionen eine gewichtige Rolle spielen, da diese neben ESG-Fragen auch zu erheblichen Reputationsrisiken führen können, wenn Verstöße auftreten sollten.

Neben regulierten Unternehmen wie Kapitalverwaltungsgesellschaften, Versicherungen, Pensionskassen und Kreditinstituten sieht das deutsche Handelsgesetzbuch schon jetzt ab einer bestimmten Unternehmensgröße unabhängig von der Branche die Verpflichtung zur Veröffentlichung einer nichtfinanziellen Erklärung mit Angaben zu Sozialbelangen vor (§§ 289 ff. HGB<sup>6</sup>). Die Disclosure-VO umfasst zudem weitergehende nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten für Marktteilnehmer im Finanzdienstleistungssektor. Daneben erfasst die Taxonomie-VO<sup>7</sup> auch Unternehmen der Realwirtschaft und legt diesen nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten auf. Somit ergeben sich bereits aus den genannten gesetzlichen Regelungen Hinweise darauf, welche Themen auch künftig in einer Legal Due Diligence eine gewichtige Rolle spielen werden.

Zudem haben in jüngster Zeit in Deutschland die Beratungen zum Lieferkettengesetz enormes Interesse hervorgerufen. Nach ausführlichen Diskussionen hat das Bundeskabinett am 3. März 2021 einen Gesetzesentwurf beschlossen, das endgültige Gesetz soll nach aktuellem Stand noch bis Ende der laufenden Legislaturperiode parlamentarisch verabschiedet werden. Ziel ist die Verpflichtung zur Einhaltung menschenrechtlicher Sorgfaltspflichten in Lieferketten. Bisher basierten Richtlinien und Standards im Menschenrechtskontext auf dem Prinzip freiwilliger Selbstverpflichtung, das ändert sich jetzt durch das Lieferkettengesetz. Das Gesetz tritt planmäßig am 1. Januar 2023 zunächst für große Personen- und Kapitalgesellschaften nach deutschem und ausländischem Recht mit Sitz in Deutschland ab 3.000 Beschäftigten in Kraft. Ab dem 1. Januar 2024 sollen nach derzeitigem Stand auch Unternehmen mit mehr als 1.000 Beschäftigten einbezogen werden. Gefordert wird von den Betroffenen, angemessene Anstrengungen zu unternehmen, um sicherzustellen, dass keine Menschenrechtsverletzungen in ihrem eigenen Unternehmen oder in ihrer Lieferkette auftreten. Verstöße gegen Sorgfaltspflichten ziehen spürbare Sanktionen nach sich, wie zum Beispiel Bußgelder von bis zu 800.000 EUR bei Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mehr als 400 Mio. EUR, Bußgelder von bis zu 2% des weltweiten Umsatzes oder bis zu drei Jahren Ausschluss von öffentlichen Aufträgen, sofern eine Geldstrafe von mindestens 175.000 EUR verhängt wurde.

Es ist daher zu erwarten, dass zukünftig Investitionsentscheidungen durch die relevanten Entscheidungsträger zunehmend vom Grad der ESG-Compliance beeinflusst werden oder sogar vollständig davon abhängen können. So hat beispielsweise BlackRock, einer

3 BVerfG, Beschluss vom 24. März 2021, Pressemitteilung abrufbar unter [www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2021/bvg21-031.html](http://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2021/bvg21-031.html).

4 PWC-Deals-Studie vom Oktober 2020, abrufbar unter [www.pwc.de/de/deals/pwc-deals-study-market-environment-and-strategy-process.pdf](http://www.pwc.de/de/deals/pwc-deals-study-market-environment-and-strategy-process.pdf). Vgl. auch M&A Review 1-2/2021, S. 28 ff.

5 Untersuchung von Alvarez & Marsal, veröffentlicht im Dezember 2020, abrufbar unter [www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/activist\\_investors\\_in\\_europe\\_-\\_who\\_will\\_they\\_target\\_next.pdf](http://www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/activist_investors_in_europe_-_who_will_they_target_next.pdf). Vgl. auch Siebert in M&A Review 4/2021, S. 151 ff.

6 Die entsprechenden nationalen Vorschriften wurden bei der Umsetzung der CSR-Richtlinie (Richtlinie 2014/95/EU) neu strukturiert – vgl. das CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz.

7 EU-Taxonomie VO: Verordnung (EU) 2020/852

## Abb. 2 • Die Private-Equity-Branche ist Vorreiter bei der Berücksichtigung von ESG-Kriterien

Quelle: Eigene Darstellung

# 58%

der europäischen Unternehmen berücksichtigen ESG-Kriterien bereits seit 2017.

# 83%

der Vermögensverwalter sehen im fortschreitenden Klimawandel ein Risiko für ihr Portfolio.

# 91%

der Private-Equity-Fonds verfolgen eigene ESG-Richtlinien.

der weltweit führenden Vermögensverwalter, bereits angekündigt, zukünftig Investmententscheidungen mit dem Ziel der ökologischen Nachhaltigkeit zu treffen und keine Investitionen mehr zu tätigen, die mit hohen Umweltrisiken verbunden sind<sup>8</sup>.

### 3. Private Equity als Vorreiter

Auch die Private-Equity-Branche ist Vorreiter bei der Berücksichtigung von ESG-Kriterien im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen beziehungsweise bei M&A-Transaktionen. In dieser Hinsicht ist Europa aktuell den USA voraus: Bereits 2017 gaben circa 58% der europäischen Unternehmen an, ESG-Themen bei ihren Entscheidungen zu berücksichtigen, während es in den USA lediglich 21% waren. Im Jahr 2019 beschäftigte jedes dritte Private-Equity-Unternehmen ein Team, das sich mit Fragen der ökonomischen und sozialen Unternehmensführung auseinandersetzte, 35% gaben sogar an, ein Team speziell für Nachhaltigkeitsfragen zu beschäftigen. 91% der Private-Equity-Häuser verfügen danach über eine interne ESG-Richtlinie oder sind dabei, sie aufzustellen. Drei von vier Vermögensverwaltern legen besonderen Wert auf „grüne“ Kriterien, und 83% erkennen in dem fortschreitenden Klimawandel ein Risiko für ihr Portfolio<sup>9</sup>.

Das verantwortungsvolle Investieren hat nicht nur den sozialen Nutzen vor Augen, vielmehr sind damit auch möglichst hohe finanzielle Renditeerwartungen verbunden, die neben Risiko und Volatilität eines der Hauptkriterien für potenzielle Anleger im Rahmen ihrer Investitionsentscheidung darstellen. Unternehmen, die sich mit ESG-Themen auseinandersetzen und die entsprechenden Grundsätze in ihren Geschäftszyklus implementieren, erzielen nachweislich deutlich bessere Unternehmensergebnisse. ESG-konformes Verhalten ist auch deshalb ein Schlüssel zur erfolgreichen Unternehmensführung, weil Risiken minimiert werden und der Bekanntheitsgrad des Unternehmens deutlich steigt. Dies hilft auch, ein Portfoliounternehmen im Falle eines Exits gewinnbringend zu veräußern.

### 4. Bald keine Finanzierung mehr für Zukäufe und Zielunternehmen?

Korrespondierend dazu hat die nachhaltige Ausrichtung von Ziel- beziehungsweise Portfoliounternehmen immer größeren Einfluss auf Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmenskäufe und wird auch maßgeblich für die Finanzierung des Zielunternehmens sein. Sofern diese keine Nachhaltigkeitsstrategie verfolgen und nicht an ESG-Aspekten gemessen werden können, droht Sponsoren und strategischen Investoren, bald keine Finanzierung für Zukäufe und für die betreffenden Zielunternehmen mehr zu erhalten.

Für zahlreiche Zielunternehmen wird es bereits in sehr naher Zukunft keinen Zugang zum Finanzmarkt und damit auch keine Akquisitionsfinanzierungen mehr geben. Nachhaltigkeit und ESG-Aspekte werden somit auch im Rahmen der Finanzierbarkeit einer M&A-Transaktion und der späteren Finanzierung der Zielgesellschaft eine tragende Rolle spielen. Damit wird künftig für die Finanzierung eine ESG-Due Diligence unerlässlich beziehungsweise muss in Betracht gezogen werden, wie die Nachhaltigkeitsstrategie und ESG-Aspekte Banken und anderen Kreditgebern in Zukunft dargelegt werden können und die Einhaltung der jeweiligen Anforderungen nachgewiesen werden kann.

Eine Umfrage<sup>10</sup> von Addleshaw Goddard zum Umgang mit dem Thema Nachhaltigkeit in Unternehmen ergab, dass Banken und sonstige Kreditgeber verstärkt darauf achten, Kredite und andere Finanzprodukte nur noch an nachhaltig wirtschaftende Unternehmen zu vergeben, und in ihre Bewertungen immer stärker Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekte einbeziehen. Dies führt kurz- bis mittelfristig dazu, dass notwendige Finanzierungen für M&A-Transaktionen nur noch dann zur Verfügung stehen, wenn vor allem auch die Zielunternehmen die Anforderungen an Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekte erfüllen. Entsprechend den Ergebnissen dieser Umfrage ist davon auszugehen, dass etwa zwei Drittel der Kreditgeber bereits heute Unternehmen auf Basis von Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekten beurteilen. Weiter gaben die befragten Kreditgeber an, ▶▶

8 Veröffentlichung von BlackRock, abrufbar unter [www.blackrock.com/ch/privatanleger/de/larry-fink-ceo-letter](http://www.blackrock.com/ch/privatanleger/de/larry-fink-ceo-letter). Vgl. auch Bünning, Berücksichtigung von ESG-Regeln bei M&A-Transaktionen, 2021, 235 ff.

9 Dazu Veröffentlichung von PwC, Private Equity Responsible Investment Survey 2019.

10 Studie von Addleshaw Goddard: Sustainability: Pain to Net Gain, herausgegeben Februar 2021, Ergebnisse abrufbar unter [www.addleshawgoddard.com/en/sustainability-climate-change/sustainability-resource-hub/](http://www.addleshawgoddard.com/en/sustainability-climate-change/sustainability-resource-hub/)

zukünftig keine Dienstleistungen mehr für Unternehmen zu erbringen, die keine Nachhaltigkeitsstrategie verfolgen.

Die Nachhaltigkeitsstrategie eines Unternehmens wird damit ebenso zu einem wesentlichen Gradmesser von dessen künftiger Ertragskraft wie auch des Erfolgs einer M&A-Transaktion. Zudem kann sich die Einhaltung und weitere Entwicklung von Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekten auf die Auflagen (*non-financial covenants*) in den Finanzierungsverträgen niederschlagen. Diese können dann verstärkt die Einhaltung und Weiterentwicklung von Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekten einfordern, aber auch entsprechendes Reporting dazu vorsehen.

Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekte werden somit zukünftig für die Finanzierung einer M&A-Transaktion eine wesentliche, vielleicht sogar eine finanzierungsentscheidende Rolle einnehmen und sich zu starken Treibern im M&A-Markt entwickeln.

## 5. Regulatorische und gesellschaftliche Einordnung

Die oben beschriebenen Entwicklungen gehen dabei nicht allein auf die Wünsche der Banken und anderer Kreditgeber zurück, sondern haben auch einen starken regulatorischen und politischen Hintergrund. Die Themen Nachhaltigkeit und Klimaschutz sind in den vergangenen Jahren zunehmend in den Fokus der Öffentlichkeit geraten, spätestens seit der Unterzeichnung des Pariser Abkommens im Rahmen der Klimaschutzkonferenz 2015 und der damit beschlossenen Begrenzung des Anstiegs der Erderwärmung auf deutlich unter 2 Grad Celsius.

Die Neuausrichtung der Kapitalflüsse hin zu nachhaltigen Investitionen wurde daher im „Aktionsplan Finanzierung nachhaltigen Wachstums“<sup>11</sup>, der von der EU-Kommission herausgegeben wurde, als ein wesentliches Ziel ausgegeben. Dieser wurde am 8. März 2018 veröffentlicht. Neben der Lenkung von Kapitalflüssen befasst sich der Aktionsplan mit der Bewältigung finanzieller Risiken, die sich aus dem Klimawandel, der Ressourcenknappheit, der Umweltzerstörung und sozialen Problemen ergeben sowie mit der Förderung von Transparenz und Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit. Auf den Aktionsplan folgte der bereits erwähnte Green Deal.

Bis heute wurden vier Gesetzgebungsmaßnahmen auf der Grundlage des Aktionsplans umgesetzt. Darunter auch die bereits erwähnte EU-Taxonomie-VO, die ein Klassifizierungssystem für nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten schafft und das zentrale Projekt der EU für die Erreichung der Sustainable-Finance-Bestrebungen ist. Die Verordnung enthält „die Kriterien zur Bestim-

mung, ob eine Wirtschaftstätigkeit als ökologisch nachhaltig einzustufen ist, um damit den Grad der ökologischen Nachhaltigkeit einer Investition ermitteln zu können“. Diese verpflichtet insbesondere Finanzmarktakteure und zwingt damit Banken und andere Kreditgeber, Nachhaltigkeit zunehmend in den Fokus ihrer Geschäftstätigkeit zu stellen. In ihrer Sustainable-Finance-Strategie bekräftigt die Bundesregierung, dass sie das Ziel der Einführung eines europäischen Klassifizierungssystems unterstützt und die Umsetzung eng begleiten wird<sup>12</sup>. Andere regulatorische Aspekte wurden bereits erwähnt, wie die Pflicht zur nichtfinanziellen Berichterstattung<sup>13</sup>.

Damit ist bereits heute die regulatorische Basis dafür geschaffen, dass Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekte in Zukunft für alle Arten von Finanzierungen, insbesondere auch Akquisitionsfinanzierungen, eine entscheidende Rolle spielen werden und der politische Wille gegeben ist, Finanzströme so zu lenken, dass sie Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekte fördern.

## 6. Greenwashing: Der große Kritikpunkt

In Bezug auf die bisherigen Entwicklungen und die am Markt angebotenen grünen beziehungsweise nachhaltigen Finanzierungsformen wird oft der Vorwurf des „Greenwashing“ erhoben. Dabei geht es vor allem darum, dass durch die Nutzung entsprechender Finanzierungsinstrumente der Eindruck vermittelt wird, dass ein Unternehmen besonders nachhaltig wirtschaftet, Nachhaltigkeitsziele oder eine entsprechende Strategie verfolgt. All das ist jedoch nicht zwangsläufig notwendig, um eine Finanzierung zu erhalten. Oft besteht bei den Unternehmen noch deutlicher Nachholbedarf, um tatsächlich eine entsprechende Nachhaltigkeitsstrategie zu entwickeln und konsequent umzusetzen. Dies wird zukünftig aufgrund der oben aufgezeigten Entwicklungen dringend notwendig sein, um gesellschaftlichen und regulatorischen Anforderungen zu genügen. Insbesondere die EU-Taxonomie-VO möchte dieser Praxis entgegenwirken und bezweckt mit Hilfe von Finanzprodukten, mit denen ökologisch nachhaltige Ziele verfolgt werden, private Investitionen in nachhaltige Tätigkeiten zu erhöhen und etwaige Zweifel in Bezug auf „Greenwashing“ zu beseitigen.

## 7. Förderung von nachhaltigen Finanzierungen

Die Bundesregierung verfolgt das Ziel, Deutschland zu einem führenden Sustainable-Finance-Standort auszubauen. Damit gibt es eine klare politische Vorgabe, nachhaltige Finanzierungen zu fördern. Dem können sich Kreditgeber und die Realwirtschaft kaum widersetzen, sie müssen in Zukunft auf Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekte setzen, um kapitalmarktfähig zu bleiben. Auch die Bewertungsmethoden für die Einbeziehung von Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekten in Finanzie-

<sup>11</sup> Aktionsplan der Europäischen Kommission: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, März 2018

<sup>12</sup> Siehe <https://equator-principles.com>

<sup>13</sup> Siehe <https://equator-principles.com>

rungsentscheidungen müssen kurzfristig vereinheitlicht werden. Nur dann ist es möglich, dauerhaft, flächendeckend und transparent nachhaltige Finanzierungen anzubieten, für alle Beteiligten nachvollziehbare Kriterien für die Einbeziehung von Nachhaltigkeits- und ESG-Aspekten zu schaffen und Greenwashing effektiv zu verhindern. Dies mag im Bereich von Finanzierungsaktivitäten auf gewisse Schwierigkeiten stoßen. Neben der mangelnden Einheitlichkeit sind die Auswirkungen von Finanzierungsaktivitäten nicht zwangsläufig oder nur schwer messbar. Bereits heute gibt es zahlreiche Selbstverpflichtungen von Finanzmarktteilnehmern, die für bestimmte Bereiche eine Indikation bieten können. Diese bilden nur einen gewissen Ausschnitt ab und können noch nicht allgemeinverbindlich für alle Finanzierungen genutzt werden. Ein Beispiel für bereits heute gelebte Selbstverpflichtungen sind die für bestimmte Projektfinanzierungen genutzten Equator Principles<sup>14</sup> (EPs). Sie bilden die Grundlage für die Bewertung und den Umgang mit sozialen und Umweltrisiken im Rahmen von Projektfinanzierungen. Dabei ist eine wesentliche Stärke der EPs die Vereinbarung von Auflagen (*non-financial covenants*) in Bezug auf die Einhaltung der EPs und damit die Schaffung der Möglichkeit, die oben benannten Risiken zu minimieren. An dieser Stelle ist auch The Chancery Lane Project (TCLP), an dem auch Addleshaw Goddard mitarbeitet, hervorzuheben. Es handelt sich hierbei um die Zusammenarbeit von Anwälten aus der ganzen Welt mit dem Ziel, neue Verträge und Mustergesetze zu entwickeln, die den Klimawandel verhindern sollen. Ob und wie sich dies für Unternehmens- und Akquisitionsfinanzierungen in Zukunft ausgestaltet, bleibt im Moment noch offen. Es ist jedoch anzunehmen, dass Spielarten davon auch in Zukunft verstärkt für die Zielunternehmen Anwendung finden.

<sup>14</sup> Siehe <https://equator-principles.com/>

## 8. Fazit: ESG-Kriterien werden zum Standard

Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien wird im Rahmen von M&A-Transaktionen zunehmend zum Marktstandard. Unternehmen, die sie berücksichtigen, sind häufig erfolgreicher und somit attraktiver für Investoren als jene, die sie vernachlässigen. Umgekehrt drohen Sponsoren und strategischen Investoren absehbar Risiken für die Finanzierbarkeit von Akquisitionen solcher Zielunternehmen, die keine Nachhaltigkeitsstrategie verfolgen und ESG-Kriterien vernachlässigen. Die auf Akquisitionsfinanzierungen angewiesenen Marktteilnehmer im Private-Equity-Bereich berücksichtigen daher ESG-Themen derzeit noch stärker als Teilnehmer aus anderen Segmenten. Auch die Durchführung einer rechtlichen ESG-Due Diligence wird immer unumgänglicher. ■



**Dr. Hubertus Schröder** ist Partner bei der internationalen Kanzlei Addleshaw Goddard in Deutschland. Er berät zu allen Aspekten nationaler und grenzüberschreitender M&A-Transaktionen, Unternehmensrestrukturierungen, Carve-outs und Joint Ventures. Zu seinen Mandanten zählen deutsche und internationale Konzerne, Private-Equity-Investoren, Finanzinstitute sowie Management Teams.

**Nadine Bourgeois** ist Partnerin bei der internationalen Kanzlei Addleshaw Goddard in Deutschland. Sie berät Banken, alternative Kreditgeber, Finanzsponsoren und Unternehmen bei Akquisitions-, Immobilien- und Unternehmensfinanzierungen. Darüber hinaus verfügt Nadine Bourgeois über umfangreiche Expertise im Bereich der finanziellen Restrukturierung sowie der rechtlichen Beratung im Zusammenhang mit ausgewählten Kapitalmarktprodukten.

**Dr. Natalia Ilyevich** ist Associate bei der internationalen Kanzlei Addleshaw Goddard in Deutschland und Mitglied des M&A/Corporate-Teams. Sie berät Unternehmen und Finanzinvestoren sowie Finanzinstitutionen bei nationalen und grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen sowie in gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Fragen.

ANZEIGE



## DEALFLOW-DATA, ANY FRENCH INVOLVEMENT M&A DATABASE

Get information on the M&A any French involvement activity by subscribing to our online Database (French language) established by **Dealflow-Data** (parent company of **Fusions & Acquisition Magazine**).

We provide target, vendor, bidder, sector and activity sorting by NAF code, company's turnover information (if available), financial and legal advisors names as well as deal amounts (if disclosed) and much more. By using our Database, you can sort by your own criteria and make your own statistics which can be used to find potential acquirors among Corporates and Private Equity Funds as well as potential targets.

To find a new efficiency, please follow the link to subscribe **1.000 € / year** database subscription :

<https://dealflow-data.fr>



# Ausgewählte Fragestellungen im Rahmen von M&A-Streitigkeiten aus betriebswirtschaftlicher Sicht

WP Dr. Christoph Eppinger & Dr. Max Meinhövel, Ebner Stolz

## 1. Einleitung

► Die mit der Coronapandemie verbundenen Unsicherheiten machen sich auch in M&A-Prozessen bemerkbar: einerseits in der Kaufpreisbestimmung, andererseits in Fragen des Kaufpreismechanismus. So zeigt eine aktuelle Befragung von leitenden Mitarbeitern aus M&A-Abteilungen, Investmentbankern und M&A-Beratern, dass Käufer durch Instrumente wie zum Beispiel MAC-Klauseln, Kaufpreiseinbehalte, variable Kaufpreismechanismen als Closing-Accounts-Mechanismus und Earn-out-Regelungen versuchen, diese Unsicherheit zu begrenzen. Verkäufer drängen demgegenüber auf Locked-Box-Mechanismen, die eine spätere Kaufpreisanpassung ausschließen.<sup>1</sup> Bereits in der Vergangenheit besaßen variable Kaufpreismechanismen das Potenzial, widerstreitende Einschätzungen bei der Preisbestimmung zu überbrücken, waren jedoch oft selbst konfliktträchtig.<sup>2</sup> Die erwartete Zunahme variabler Kaufpreismechanismen wird damit auch vermehrt M&A-Streitigkeiten nach einem Erwerb beziehungsweise nach Vertragsabschluss aufkommen lassen. Als Streitgegenstände lassen sich aus betriebswirtschaftlicher Sicht sowohl zeitliche als auch inhaltliche Fragestellungen erkennen. Auf ausgewählte Problembereiche wird nachfolgend eingegangen.<sup>3</sup>

## 2. Ausgewählte Streitgegenstände bei variablen Kaufpreismechanismen

### 2.1. Maßgeblicher Betrachtungszeitraum

Wird der Kaufpreisbestimmung ein variabler Mechanismus zugrunde gelegt, so sind die für die Kaufpreisformel relevanten bilanziellen Größen zum Closing Date als sogenannte Closing Accounts zu ermitteln. Diese Closing Accounts bestimmen damit den endgültigen Kaufpreis, das heißt es wird üblicherweise auf ihrer Basis eine Anpassung des zuvor festgelegten vorläufigen Kaufpreises vorgenommen. Die Vertragsparteien regeln hierzu im Kaufvertrag regelmäßig ein Prozedere zur Aufstellung der Closing Accounts durch die eine und zur Prüfung der Berechnung durch die andere Partei. Sofern es bei der inhaltlichen Prüfung zu Feststellungen kommt, sind diese wiederum der aufstellenden Partei mittels einer Objection Notice mitzuteilen, so dass diese hierauf eingehen kann. Für die Überprüfung und die anschließende Stellungnahme stehen im Vertrag festgelegte Fristen zur Verfügung. Lässt sich auch nach einer Abfolge an wechselseitigen Stellungnahmen innerhalb der zeitlichen Vorgaben des Vertrags keine Lösung erzielen, werden zur Vermeidung aufwendiger Prozesse regelmäßig Streitlösungswege außerhalb der ordentlichen Gerichtsbarkeit eröffnet, wie zum Beispiel der Rückgriff auf ein Gutachten durch einen externen Spezialisten. Auch diese sind bereits üblicherweise im Kaufvertrag festgeschrieben.

Mit Blick auf die in diesem Beitrag zu diskutierende betriebswirtschaftliche Betrachtungsebene stellt sich die Frage, bis wann für die Ermittlung der Closing Accounts wertbegründende oder wertaufhellende Ereignisse zu berücksichtigen sind. Hinsichtlich der wertbegründenden Faktoren ist regelmäßig der Tag des Closings der zeitliche Bezugspunkt, was in der Praxis selten strittig ist. Für die Einbeziehung wertaufhellender Ereignisse,

<sup>1</sup> [www.finance-magazin.de/deals/ma/ma-markt-loest-sich-aus-corona-schockstarre-2067001/](http://www.finance-magazin.de/deals/ma/ma-markt-loest-sich-aus-corona-schockstarre-2067001/) (Aufruf: 31.01.2021).

<sup>2</sup> Im Übrigen sind sie auch haftungsanfällig für beteiligte Abschlussprüfer und Berater; siehe hierzu zuletzt BGH, Beschluss vom 4. November 2020 - VII ZR 21/18, in dem über die Haftung eines Abschlussprüfers aufgrund einer Fehlbewertung im Vorratsvermögen im Zusammenhang mit einer Unternehmenstransaktion entschieden wurde.

<sup>3</sup> Die rechtlichen Aspekte einer Post-M&A Litigation werden im vorliegenden Beitrag nicht behandelt. Siehe hierzu bspw. Daghles/Haßler, Post-M&A Litigation - Ausgewählte Fallkonstellationen potenziell streitanfälliger Komplexe im Rahmen von M&A-Transaktionen, M&A Review 2019, S. 90 ff.

also solcher Ereignisse, die neue oder erweiterte Kenntnisse über zum Tag des Closings bereits bestehende Sachverhalte liefern, gibt es unterschiedliche Möglichkeiten. So lässt sich hierfür einerseits ebenfalls das Closing Date festhalten, andererseits ist aber auch ein bestimmter Zeitraum im Anschluss an dieses (z.B. die Zeit bis zur Aufstellung der Closing Accounts) oder der gesamte Zeitraum bis zur Lösung eines potenziellen Disputs denkbar – sofern dies explizit im Vertrag geregelt ist.

Der Aufstellungszeitpunkt als Referenz folgt hierbei der üblichen Logik, wonach Erkenntnisse bis zur Abschlusserstellung zu berücksichtigen sind. Dies erscheint auch sinnvoll, da ansonsten durch den Zeitablauf neue Erkenntnisse erlangt und in die Streitschlichtung eingebracht werden können. Damit würde gerade in der aktuell sehr dynamischen wirtschaftlichen Lage eine zusätzliche Rechtsunsicherheit in die Kaufpreisermittlung einfließen, die dem Interesse an einer vorhersehbaren Regelung entgegensteht.

Allerdings wirkt die Begrenzung des Wertaufhellungszeitraums hinderlich, sofern die Parteien einen Streitlösungsmechanismus bemühen, nachdem sie selbst keine Einigung erzielen konnten. Wird ein Schiedsgutachter als Experte zur Beurteilung der eigentlichen Streitgegenstände – hierzu nachfolgend unter 2.2. – hinzugezogen, muss er in diesem Fall ex post den Informationsstand zum Zeitpunkt der Aufstellung der Closing Accounts einnehmen. Hieraus ergeben sich in der Praxis mehrere Schwierigkeiten. Zum einen kann die Akzeptanz einer auf dieser Basis abgeleiteten Lösung zumindest für eine der Parteien eingeschränkt sein, sofern ihr aus der Verwendung von vermeintlich veralteten Informationen ein Nachteil gereicht.

Zum anderen ist es für einen Schiedsgutachter in der Praxis unter Umständen schwer feststellbar, welcher Informationsstand tatsächlich zum Ende des Wertaufhellungszeitraums bestand. Diese Problemlage verschärft sich, wenn zu differenzieren ist, ob die relevante Information zu einem bestimmten Zeitpunkt bereits vorlag und gegebenenfalls nur noch nicht einer Auswertung unterzogen wurde oder noch gar nicht vorhanden war. So mag beispielsweise eine Rückstellungsermittlung erst zu einem späteren Zeitpunkt erfolgt sein, wenngleich die zugrunde liegenden Basisdaten bereits vorhanden waren. Zumindest für diesen Fall erscheint die Berücksichtigung der zu einem späteren Zeitpunkt erstellten Berechnung und deren bilanzieller Ausfluss sachgerecht.

Grundsätzlich möglich erscheint indes auch die Begrenzung des Wertaufhellungszeitraums auf den Zeitpunkt der Aufstellung der Closing Accounts und die erneute Öffnung desselben im Rahmen eines Schlichtungsmechanismus. Dies hat im Schiedsprozess den Vorteil, dass alle Fakten noch einmal uneinge-

schränkt betrachtet und vom Schiedsgutachter gewürdigt werden können, wodurch das höchstmögliche Maß an Rechtsfrieden erreicht werden kann. Andererseits kann diese Lösung strategische Überlegungen einer Partei nach sich ziehen, die sich im regulären Streitlösungsmechanismus benachteiligt fühlt. So könnten etwa vorhandene Informationen im Austausch der Argumente zur Objection Notice zurückgehalten oder eine mögliche Einigung in der Hoffnung auf günstigere Umstände während der (späteren) Aufstellung des Schiedsgutachtens verhindert werden.

Sollte der Kaufvertrag keine Regelung zur Berücksichtigung wertaufhellender Ereignisse vorsehen, bedarf es einer rechtlichen Beurteilung des von den Parteien Gewollten. Gleichwohl wird regelmäßig auf den Zeitraum bis zur Aufstellung der Closing Accounts oder bis zum Ende einer Auseinandersetzung abzustellen sein. Da im Nachhinein oft nicht mehr eindeutig zu klären ist, welche Haltung bei Vertragsschluss bestand und welche Überlegungen erst im Rahmen des Disputs aufkamen, stellt eine solche Auslegung des hypothetischen Parteiwillens naturgemäß ein Risiko für alle Vertragsparteien dar.

**Praxishinweis:** Unabhängig davon, welche Regelung die Vertragsparteien vorsehen, ist zu empfehlen, sowohl für den Aufstellungszeitraum der Closing Accounts als auch einen Streitlösungsmechanismus explizit einen Wertaufhellungszeitraum vertraglich festzuschreiben.

## 2.2. Inhaltliche Fragestellungen

### (1) Bewertungsparameter sowie Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden

Ein Disput bei der Kaufpreisermittlung setzt das Bestehen einer Uneinigkeit über eine der Einflussgrößen voraus, die in diese einfließen. Neben den vordergründig relevanten bilanziellen oder auch nicht-bilanziellen Größen sind es insbesondere die zugrunde liegenden Bewertungsparameter, die für die Wertermittlung bestimmend sind. Beispiele hierfür sind anzusetzende Stundensätze bei der Rückstellungsermittlung, Zuschlagssätze bei der Bemessung der Herstellungskosten oder Zinssätze bei Finanzinstrumenten.

Konflikträchtig und daher möglichst zu vermeiden ist hierbei eine interessengeleitete Anpassung dieser Größen durch die Partei, die die Closing Accounts aufstellt. Die vereinfachende Festschreibung fixer Werte kann hierfür jedoch in aller Regel keine Lösung sein. Veränderte Bedingungen, zum Beispiel Kostenentwicklung, Auslastung et cetera, machen eine Anpassung der Bewertung erforderlich. Ein Außerachtlassen dieser Änderungen stünde im Widerspruch zu handelsrechtlichen Vorgaben, sofern diese – wie üblich – als Bilanzierungsrahmen festgeschrieben werden. Gleichsam wäre sie auch nicht sachgerecht, da durch Festschreibungen entstehende Fehlbewertungen das

Ergebnis zu Ungunsten einer Partei verzerren können. Um diese Problematik aufzulösen, empfiehlt sich die Vertragsregelung zur Beachtung von „Past Practice“, das heißt der stetigen Fortsetzung der bislang genutzten Bilanzierungsmethoden. Allerdings sind auch diesem Grundsatz der Stetigkeit faktische Grenzen gesetzt. So wird im Rahmen einer zeitlich und inhaltlich begrenzten Due Diligence unter Umständen nicht die vollständige Transparenz über die verwendeten Bewertungsparameter erlangt, insbesondere auch nicht zu deren Fortschreibung in der Vergangenheit, woraus sich Schlüsse für künftige Anpassungen im Rahmen der Closing Accounts ziehen ließen. Sollte es daher zu materiellen Änderungen der Bewertungsparameter zwischen der Due Diligence beziehungsweise dem Signing einerseits und dem Closing andererseits kommen, ist zu überprüfen, inwieweit sich diese Änderungen mit dem Stetigkeitsgrundsatz vereinbaren lassen.

Gerade für schiedsgutachterliche Untersuchungen ist es dabei von großer Bedeutung, erkennen zu können, was sich als stetige Fortschreibung qualifizieren lässt und was nicht. Insofern sind möglichst konkrete Regelungen in der Vereinbarung der Parteien vorteilhaft, etwa hinsichtlich der Frage, ob nur die Bewertungsmethode an sich oder auch das Vorgehen zur Ableitung der notwendigen Bewertungsparameter von der Stetigkeit erfasst ist. Zudem ist die bei der Ableitung eines Ergebnisses geltende Hierarchie entscheidend. So können die Befolgung handelsrechtlicher Vorschriften und die Stetigkeit der Anwendung von Rechnungslegungsmethoden in einem Widerspruch zueinander stehen, sofern die historische Praxis nicht (vollständig) den maßgeblichen Vorschriften entspricht – exemplarisch ist eine zu frühe Gewinnrealisation zu nennen, da die Anwendung der sogenannten Incoterms fehlerhaft erfolgte. Die Parteien sollten daher klarstellen, ob die Stetigkeit gegenüber möglichen Verstößen gegen Bilanzierungsvorschriften vorgeht: Gilt eine Stetigkeit im Falschen oder ist in erster Linie das handelsrechtlich Zulässige zu beachten und erst in zweiter Linie stetig zu bilanzieren? Wenn der Kaufvertrag hierüber keine klare Aussage trifft, ist dies auch für einen Schiedsgutachter eine schwierige Fragestellung. Entscheidende Bedeutung kommt damit der Frage zu, ob eine Wertfindung sich noch im Rahmen bilanzrechtlicher Vorgaben bewegt oder in welchem Umfang sie gegebenenfalls bereits nicht mehr mit diesen vereinbar ist.

**Praxishinweis:** Die relevanten Bilanzierungsvorgaben sind eindeutig zu regeln, insbesondere auch deren Verhältnis zueinander. Kann es eine Stetigkeit im Falschen geben?

Besonders streitanfällig sind in diesem Kontext geänderte Einschätzungen über die Höhe und Eintritts-

wahrscheinlichkeit eines Ereignisses, für das eine Rückstellung zu bilden ist. So kann ein Erwerber nach dem Signing bei der Rückstellungsermittlung den Anreiz besitzen, eine besonders vorsichtige Einschätzung zu treffen, um damit durch eine höhere Rückstellung ausreichend Vorsorge zu treffen – damit allerdings auch den Kaufpreis entsprechend zu schmälern, sofern diese Größe in die sogenannte „Equity Bridge“ einzu-beziehen ist. Gerade für solche sehr stark ermessens-behafteten Beurteilungen muss nachvollziehbar sein, woraus eine gegebenenfalls geänderte Einschätzung gegenüber der ursprünglichen Beurteilung resultiert – idealerweise durch Belege einer unabhängigen Instanz (z.B. Gericht, Marktstudie, Schriftsatz des Klägers etc.). – und inwiefern sie als Fortführung der bisherigen Ansatz- und Bewertungsmethoden zu qualifizieren ist. An diesem Beispiel wird deutlich, wie wichtig neben der Präzisierung des zeitlichen Aufklärungsspielraums eines Schiedsgutachters auch die möglichst genaue Absteckung des Rahmens für seine inhaltliche Beurteilung ist. Sofern ihm ein weitreichender Spielraum zugestanden wird, kann er unter Umständen selbst materielle Nachforschungen anstellen und darauf aufbauend neue Unterlagen hinzuziehen. Dies kann einerseits einer Urteilsfindung dienen, die den Interessen beider Parteien möglichst gut Rechnung trägt, bedeutet andererseits aber auch ein potenzielles Risiko für die Parteien, wenn der Schiedsgutachter durch neue Erkenntnisse zu einem stark abweichenden Ergebnis kommt. Umgekehrt begrenzt die Beschränkung auf einen bestimmten Zeitraum oder auf nur für die Parteien selbst verfügbare Informationen den Urteilsbereich des Schiedsgutachters, vermindert aber die mit seiner Beauftragung verbundene Unsicherheit für die Parteien.

**Praxishinweis:** Für die schiedsgutachterliche Tätigkeit ist es notwendig, über den inhaltlichen und zeitlichen Aufklärungsspielraum Klarheit zu besitzen. Welche Erkenntnisse dürfen in die Urteilsfindung einfließen und bis wann dürfen diese gewonnen worden sein?

Neben der tieferliegenden und damit intransparenteren Ebene der Bewertungsparameter gilt es auch, die offenkundigeren Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden im Blick zu behalten. Auch hier gilt hinsichtlich der Hierarchie der für die Kaufpreisermittlung maßgeblichen Vorschriften und deren eindeutiger Festschreibung das zuvor Dargelegte. Spielräume eröffnen beispielsweise die Aktivierung selbsterstellter immaterieller Vermögensgegenstände, die Änderung der Abwertungsroutinen für Vorräte, der Ansatz aktiver latenter Steuern oder – gerade in der aktuellen Lage – die Beurteilung von Wertminderungen des Anlage- und Umlaufvermögens. Um Konflikte hierüber zu vermeiden, ist eine fundierte Due Diligence über das Zielunternehmen die notwendige Voraussetzung. Hinreichend ist diese Auseinandersetzung indes nicht. Zu-

sätzlich bedarf es der entsprechenden Berücksichtigung der gewonnenen Erkenntnisse im Kaufvertrag und dort insbesondere im Kaufpreismechanismus, in dem die relevanten Größen festzuschreiben sind.

## (2) Kaufpreismechanismus

Unabhängig vom Konzept des Kaufpreismechanismus, wobei sich grundsätzlich Locked-Box- und Closing-Accounts-Mechanismen gegenüberstehen, hat sich als Marktstandard herausgebildet, dass ausgehend von einem Gesamtunternehmenswert (Entity bzw. Enterprise Value) durch Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten ein Eigenkapitalwert (Equity Value) als Kaufpreis ermittelt wird. Entscheidende Bedeutung besitzt daher die Zuordnung einzelner bilanzieller und nicht-bilanzieller Größen in die sogenannte Equity Bridge. Diese ist einerseits das Ergebnis der Verhandlung zwischen den Vertragsparteien, stellt andererseits aber in der Praxis auch eine technische Fragestellung dar. Denn die Technik der Ermittlung der einzelnen Größen ist regelmäßig komplex, abhängig von der Qualität und Vollständigkeit der Informationen sowie von den Kenntnissen beziehungsweise der Erfahrung der Beteiligten.

Aufgrund der immanenten Schwierigkeiten bei der Ermittlung der in die Equity Bridge einzubeziehenden Anpassungsgrößen sind diese auch besonders streitanfällig. So können sich auch nach dem Vertragsabschluss Zweifelsfragen ergeben, die einen Dissens hervorrufen. Insbesondere der hier diskutierte Closing-Accounts-Mechanismus ist anfällig, da – bereits dem Namen nach – noch nach dem Vertragsabschluss die bereits angesprochenen Closing Accounts aufzustellen sind, die dann für die finale Kaufpreisermittlung maßgeblich sind.

Vermindern lässt sich der Konflikt durch eine möglichst tiefe Durchdringung der Einflussfaktoren im Vorfeld zur Transaktion und deren vertragliche Festschreibung. Herausforderungen im Rahmen der Kaufpreisberechnung ergeben sich insbesondere aus den Anforderungen, die an ihre Eindeutigkeit und Vollständigkeit bestehen.

Grundsätzlich ist jede Bilanzposition einer der Kategorien Infrastruktur, Working Capital, Eigenkapital oder Nettofinanzvermögen beziehungsweise -verbindlich- ▶▶

ANZEIGE

# **M&A REVIEW EUROPE** Munich – Home of M&A REVIEW

<https://ma-review.com>

keiten zuzuordnen.<sup>4</sup> Durch diese Zuordnung lässt sich die Berechnungsformel für den Kaufpreis eindeutig festlegen. Wenngleich der Einbezug konkreter Positionen in die Berechnung vor Vertragsschluss großen Diskussionspielraum eröffnet, stellen sich diese Fragen nach Vertragsschluss nicht mehr, da die Rechenlogik dann bereits vereinbart wurde. Üblicherweise wird hierfür eine Beispielrechnung als Anlage dem Kaufvertrag beigelegt. Diese Beispielrechnung sollte allerdings nicht allein auf die Zuordnung von bilanziellen oder auch nicht-bilanziellen Größen – insbesondere sogenannte Debt-/Cash-like Items (z.B. ein Minimum Cash, Off-Balance-Verpflichtungen etc.) – abstellen, sondern auch die Bestimmung der Größen, die Eingang in die Berechnung finden, präzisieren (bspw. die Ermittlung eines Working Capital Adjustments bezogen auf den Wert zum Closing Date gegenüber einer zuvor ermittelten Referenzgröße).

Auch wenn dem Kaufvertrag eine Beispielrechnung beigelegt wurde, können sich im Einzelfall, insbesondere bei neuen oder ungewöhnlichen Sachverhalten, Zuordnungsfragen ergeben. Vermeiden lassen sich diese Fragen, wenn der gesamte Kontenplan mit einer Überleitung in die Kaufpreisberechnung dem Kaufvertrag beigelegt wird. Auf diese Weise ist sichergestellt, dass auch Konten, die zum Beispiel in einer Vorperiode nicht bebucht wurden und damit scheinbar keine praktische Relevanz aufwiesen, in die Bewertung einfließen und die Vollständigkeit der Zuordnung auch für unvorhergesehene Sachverhalte gewährleistet ist. Insbesondere beim Erwerb einer Unternehmensgruppe ist hierbei auch darauf zu achten, dass Tochtergesellschaften sachgerecht einbezogen werden. Die Komplexität steigt insbesondere dann stark an, wenn in der Gruppe kein einheitlicher Konzernkontenrahmen zur Anwendung kommt und die Notwendigkeit besteht, für die vertragliche Dokumentation unmittelbar auf die Abschlüsse der Tochterunternehmen zu rekurrieren. Vor dem Hintergrund der zeitlichen und monetären Kosten einer langwierigen Auseinandersetzung mit der Gegenpartei über im Vertrag nicht eindeutig geklärte Sachverhalte kann jedoch gerade in einer solch komplexen Situation der mit der Berücksichtigung des gesamten Kontenplans verbundene höhere Aufwand gerechtfertigt sein.

Zusammenfassend sollte mit Blick auf die Vermeidung potenzieller Streitigkeiten nach einem Erwerb die Rechenlogik möglichst eindeutig, vollständig und auch abschließend festgelegt werden. Sowohl für die Vertragsparteien als auch für in die Berechnung möglicherweise einzubeziehende Berater oder im Streitfall für einen Schiedsgutachter sollte zweifelsfrei geregelt sein, welche Größen in welcher Form einzubeziehen sind. Gerade von Dritten kann im Nachhinein nicht er-

wartet werden, den Vertrag dahingehend auszulegen, was hypothetisch zwischen den Parteien im Falle einer Verhandlung sinnvollerweise hätte vereinbart werden sollen oder können. Denn der Vertragsschluss ist in der Praxis nicht zwingend das Ergebnis eines allein rationalen Entscheidungsprozesses, sondern auch das Ergebnis faktischer Gegebenheiten und situativer Beurteilungen innerhalb einer Verhandlungssituation. Insofern verbleibt gerade in einem Schiedsgerichtsverfahren – sofern nicht explizit im Kaufvertrag ein weitergehender Entscheidungsspielraum eingeräumt wurde – nur die wortwörtliche Anwendung der wirtschaftlichen Regelung im Kaufvertrag.<sup>5</sup>

### 3. Zusammenfassung

Closing-Accounts-Mechanismen können eine Brücke über bestehende Unsicherheiten in der Kaufpreisfindung schlagen, sind aber auch konfliktträchtig. Für Konflikte, die die Parteien nicht selbst lösen können, kann der Kaufvertrag einen außergerichtlichen Streitlösungsweg durch ein Schiedsgutachten vorsehen. Die Arbeit des Schiedsgutachters, aber auch die vorherige Konfliktlösung der Parteien, wird vereinfacht, wenn der Kaufvertrag häufige Konfliktpunkte präzise und umfassend regelt. Zum einen sollte er klarstellen, welcher Zeitraum für die Wertaufhellung der in den Closing Accounts enthaltenen Bewertungen maßgeblich ist, gegebenenfalls mit Angabe eines separaten Wertaufhellungszeitraums für das Schiedsgutachten. Zum anderen bietet es sich an, die Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sowie die Ableitung der Bewertungsparameter konkret festzuschreiben und klarzustellen, welche Hierarchie der einzelnen Regelungen im Fall auftretender Konflikte besteht. Schließlich ist darauf zu achten, dass im Kaufpreismechanismus nicht nur Bilanzpositionen berücksichtigt, sondern dass alle Buchungskonten einer Position zugeordnet werden, um spätere Streitigkeiten über zuvor nicht zugeordnete Posten zu vermeiden. ■

<sup>5</sup> Eine gegebenenfalls notwendige ergänzende Vertragsauslegung hinsichtlich rechtlicher Aspekte bleibt hiervon unberührt.



**Dr. Christoph Eppinger** ist Partner bei Ebner Stolz in Stuttgart.  
christoph.eppinger@ebnerstolz.de

**Dr. Max Meinhövel** ist Senior Consultant bei Ebner Stolz in München.  
max.meinhoevel@ebnerstolz.de

<sup>4</sup> Vgl. Seizer/Mengen, Minimum Cash bei Net-Debt-/Net-Cash-Transaktionen, M&A Review 2021, S. 84.

# GET Excellence

## Digitize Business Transformation

The web-based platform helps companies run value-driven and sustainable transformations:

**M&A, Carve-Out  
& Post-Merger Integration**

**Restructuring  
& Operational Efficiency**

**Costs Reduction  
& Profit Increase**



[get-excellence-platform.com](https://get-excellence-platform.com)

Powered by  
GET Information Technology GmbH

### Ansprechpartner



**Prof. Dr. Ing. Manfred Esser**

GET Information Technology GmbH  
☎ +49 160 978 594 80  
✉ [manfred.esser@myget-it.com](mailto:manfred.esser@myget-it.com)



**Johannes Ranftl**

GET Excellence M&A Solution  
☎ +49 171 128 75 03  
✉ [johannes.ranftl@digatus.de](mailto:johannes.ranftl@digatus.de)

# Digitale und virtuelle M&A in der neuen Normalität

Thomas Rühle & Daniel Sausgruber, Ginkgo Management Consulting

## 1. Einleitung

► Für den M&A-Markt bedeutete die Coronapandemie zu Beginn vor allem eines: Stillstand und kurzfristiges Krisenmanagement. Während viele Unternehmen den Covid-19-bedingten Widrigkeiten erfolgreich trotzen, stellt sich die Frage, welche Einflüsse die Situation auf die „Post-Covid“-Welt langfristig haben wird. Zwei Erkenntnisse sind eindeutig: Die Krise war und ist ein Treiber der digitalen Transformation, und M&A funktionieren im digitalen Raum.

„Wir können den Wind nicht ändern, aber die Segel anders setzen“ – *Aristoteles*

Der Markt der M&A-Transaktionen beweist eine erfreuliche Resilienz. Auch aus diesem Grund ist es ratsam, die Erfolgsfaktoren der digitalen und virtuellen M&A für die neue Normalität genauer zu analysieren. Dies vor allem unter dem Aspekt, dass gut die Hälfte der Unternehmenskäufe schon vor Krisenzeiten nicht den gewünschten Wertbeitrag (Value Add) lieferte und somit auch nicht die definierten Synergien genutzt werden konnte und in der Digitalisierung gegebenenfalls großes Potenzial liegt.<sup>1</sup>

Entlang des M&A-Prozesses gibt es eine Vielzahl von Gründen, weshalb ein Deal häufig nicht erfolgreich ist: von der Anbahnung ohne definierte M&A-Strategie und klare Vision über ein unzureichendes Target Screening und oberflächliche Due Diligence bis hin zu einer unstrukturierten Post-Merger-Integration. Dieser interaktive, bis dato von physischer Präsenz geprägte Ablauf wurde nun „end-to-end“ digitalisiert.

Im Folgenden sollen die Faktoren beschrieben werden, die auf die M&A-Journey während der Covid-Pandemie einwirken, und welche Lehren daraus gezogen werden können. Im Fokus stehen Erfahrungen und praxisbezogene Einblicke in Bezug auf digitale Tools, Prozesse und Methoden. Es werden konkrete Empfehlungen abgeleitet, welche das erfolgreiche Agieren in der neuen Normalität und somit den Mehrwert der Akquisition systematisch steigern können.

## 2. M&A-Marktanalyse: Status quo

Der durch die Notenbanken gestärkte Aufwärtstrend an den Kapitalmärkten in der 2. Jahreshälfte 2020 ist auch im Jahr 2021 zu spüren und hält weiter an.<sup>2</sup> Anleger investieren aufgrund der bleibenden Null-beziehungsweise negativen Zinspolitik weiterhin vermehrt am Aktienmarkt. Selbst die makroökonomischen Prognosen sehen nicht mehr so düster aus, wie zu Beginn der Pandemie prophezeit. Die Europäische Union prognostizierte in ihrem Winter 2021 Economic Forecast, dass mit einem Wachstum des EU-Bruttoinlandsprodukt von 3,7% zu rechnen ist – und somit die EU-Wirtschaftsleistung den Stand vor der Krise erreichen wird.<sup>3</sup>

Der aufgrund der externen Einflüsse zunächst stark eingebrochene M&A-Markt hat nach kurzem Aussetzer 2020 einen erstaunlichen „Bounce-Back-Effekt“ gezeigt. Nach dem initialen Marktbeben im ersten Halbjahr 2020 waren die Auswirkungen von Covid-19 nicht so schlimm wie befürchtet. Die Deal-Aktivitäten in Q3 und Q4 (2. Halbjahr 2020) gehörten zu den höchsten in der Geschichte. In Zahlen ausgedrückt,

<sup>1</sup> Vgl. Accenture – Digitizing M&A „How digital technologies can help reduce risk and create value faster“ ([www.accenture.com/\\_acnmedia/PDF-143/Accenture-Strategy-Sweetening-Deal-Digitizing-MandA-POV.pdf](http://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-143/Accenture-Strategy-Sweetening-Deal-Digitizing-MandA-POV.pdf))

<sup>2</sup> Vgl. Dennis Kaehler und Jens Maurer: International Column – M&A Markt Q4 2020: Solides Jahr trotz Corona in M&A REVIEW 01-02/2021, S. 2- 11.

<sup>3</sup> Vgl. Europäische Kommission – Winter 2021 Economic Forecast : A challenging winter, but light at the end of the tunnel ([https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_21\\_504](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_504))

stiegen im 2. Halbjahr 2020 die Deals um 122% gegenüber dem 1. Halbjahr, auf ein Gesamtvolumen von circa 2,1 Mrd. EUR, mit 16.700 umgesetzten Transaktionen. Haupttreiber waren laut „Merger Market – Cross Border M&A in 2021“ Tech-Deals. Dieser Sektor machte 31% des gesamten Dealvolumens aus. Ein zweiter Treiber war der PE-Bereich, dieser verzeichnete 27% des gesamten Dealvolumens.<sup>4</sup> Die Zahlen untermauern den deutlich spürbaren Aufschwung im M&A-Bereich und verdeutlichen, dass die anfängliche Zurückhaltung der M&A-Professionals im Bereich Deal Execution nicht mehr existiert.

### M&A-Marktanalyse: Ausblick und Perspektive

Die Skepsis bezüglich der Marktentwicklung und digitalen Durchführbarkeit von Deals hat sich grundlegend gewandelt. Dabei sind die umfangreichen wirtschaftlichen und sozialen Folgen dieser Pandemie noch nicht abzuschätzen. Die niedrigen Zinsen sorgen bei den Käufern für Enthusiasmus, M&A zu betreiben, um ihre Geschäfte zu erweitern oder Geschäftsfelder neu auszurichten. Laut CMS – European M&A Study 2021 ist ein Wandel vom Verkäufer- hin zu Käufermarkt festzustellen.<sup>5</sup> Käufer können zunehmend Regelungen zur Risikoverteilung durchsetzen, die für sie vorteilhafter sind. Es sind deutlich längere Verjährungsfristen und höhere Haftungsgrenzen auszumachen. Die Konjunktoren sollten sich sukzessive erholen können. Um die Zukunft zu prognostizieren, müssen historische Referenzen herangezogen werden. Hier ist deutlich festzustellen, dass die Resilienz des M&A Marktes, im Vergleich zur Finanzmarktkrise 2008, erstaunlich gut ist. Die Regeneration des Marktes nach dem Finanzcrash benötigte mehrere Jahre und nicht nur wenige Monate, um auf den Ausgangswert zurückzukehren. Bain stellt in dem Beitrag „The Surprising Resilience of M&A“ in M&A Review 2020 fest, dass der Fokus auf Capability-Akquisitionen, also Investments, die sich auf IP-, Know-how- und Kompetenz-Anreicherung sowie Erweiterung des aktuellen Kerngeschäfts konzentrieren, liegen wird.<sup>6</sup> Bei vielen Unternehmen ist der Trend zu beobachten, in den Bereich Integration von digitalen Fähigkeiten (Portfolio-Erweiterung zum Beispiel via Integration von Technologie-Start-ups zur Stärkung von Kernkompetenzen) zu investieren. Entsprechende Transaktionen haben bereits über die letzten fünf Jahre stark zugenommen und machen inzwischen 15% sämtlicher großen Deals (> ~850 Mio. EUR) aus.

## 3. M&A im digitalen und virtuellen Raum

### 3.1 M&A ist auch unter Pandemie-Einflüssen machbar

Das Homeoffice oder auch Working from Home ist das „New Normal“, die neue Normalität. Die physische und soziale Distanz bestimmt unseren Alltag. Deshalb gab und gibt es drastische Verschiebungen hin zur digitalen und virtuellen Umsetzung der Geschäftsgepflogenheiten. Es werden hier nachhaltige und substanzuelle Veränderungen der Geschäftsmodelle erfolgen, auch durch die andauernde Limitierung der Reisemöglichkeiten. Da hier auch eine zunehmende Verschiebung von Deal-Aktivitäten in Innovationsländern festzustellen ist, betrifft es die gesamte M&A-Branche.

Darüber hinaus hat der staatliche Protektionismus zum Schutz vor ausländischen Investoren weiter zugenommen – mit dem Vorsatz, das betreffende geistige Eigentum der Länder nicht preiszugeben. Der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) beschreibt in einem Beitrag von 2020 „zunehmende staatliche Investitionskontrollen – in Deutschland und weltweit“. Und tatsächlich haben nicht nur China, sondern auch EU-Länder wie Deutschland oder Spanien Regularien eingeführt, die die bürokratische Komplexität erhöhen, um eine Investitionsbarriere zu schaffen.<sup>7</sup> Trotz all der Herausforderungen hat der Markt realisiert, dass die Krise Optimierungspotenzial bietet. Ein Wandel zur digitalen Umsetzung des M&A-Prozesses war unausweichlich. Vielmehr bietet der Wandel durch den Einbezug von neuartigen Tools und Methoden die Möglichkeit, die Effizienz sowie Effektivität zu fördern und nachhaltig den M&A-Erfolg zu prägen.

### 3.2 Der digitale Support entlang der M&A-Journey: das Dreiphasenmodell

Krisenzeiten treiben häufig den Wandel. Die Optimierung der M&A-Journey hat begonnen, und es gilt sich frühzeitig mit Erfolgsfaktoren und Erfahrungen zu beschäftigen, um für neue wie altbekannte Herausforderungen bestmöglich aufgestellt zu sein. Der gesamte Dealzyklus muss „end-to-end“ betrachtet werden.

Die Einteilung in ein Dreiphasenmodell, bestehend aus Pre-Deal (M&A Strategy), Deal (Due Diligence) und Execution (Post-Merger Integration), kann einen strukturellen Rahmen bilden, an dem der gesamte M&A-Prozess analysiert werden kann. Dieser Ablauf ist für reine Scale- und Capability-Akquisitionen bis zu einem gewissen Punkt identisch.

4 Vgl. Merger Market – Cross border M&A in 2021 ([www.mergermarket.com/info/global-dealmakers-cross-border-ma-2021](http://www.mergermarket.com/info/global-dealmakers-cross-border-ma-2021))

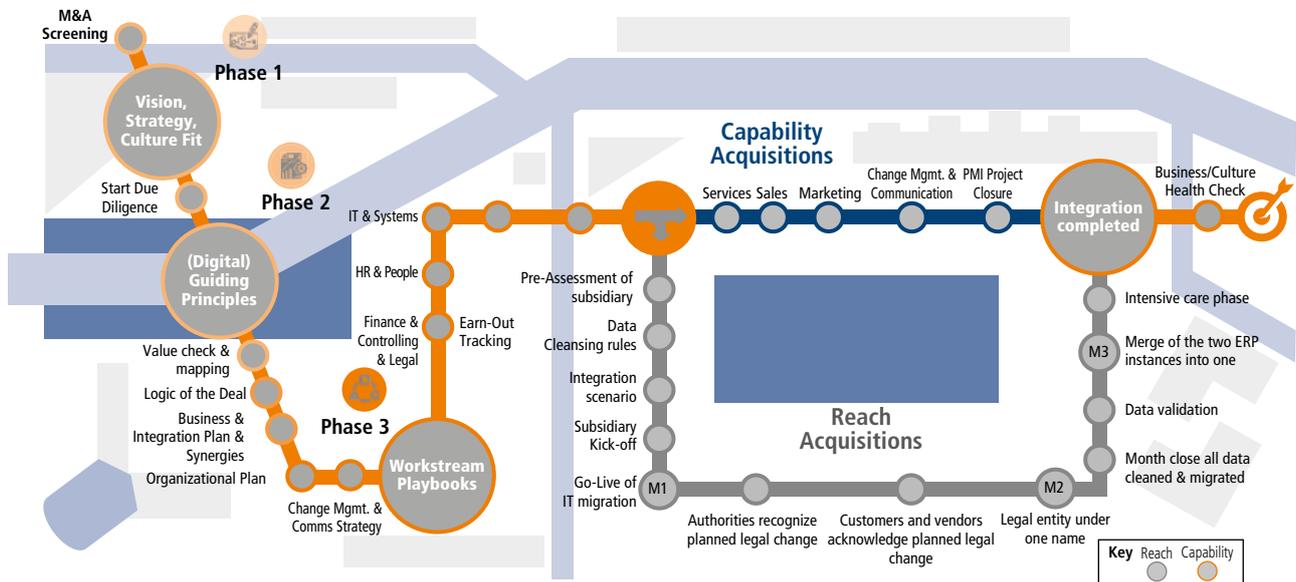
5 Vgl. CMS – EUROPEAN M&A STUDY 2021 (<https://cms.law/de/deu/news-information/cms-publishes-european-m-a-study-2021>)

6 Vgl. Bain 2020 „The Surprising Resilience of M&A“ & Bain „2020 M&A Review“ ([www.bain.com/insights/2020-year-in-review-the-surprising-resilience-m-and-a-report-2021/](http://www.bain.com/insights/2020-year-in-review-the-surprising-resilience-m-and-a-report-2021/))

7 Vgl. BDI – Zunehmende staatliche Investitionskontrollen – in Deutschland und weltweit (<https://bdi.eu/artikel/news/investitionskontrollen-in-deutschland-und-europa/>)

Abb. 1 • M&A Digital Journey

Quelle: Ginkgo Management Consulting



**A) Phase 1: Pre-Deal/M&A Strategy**

Die Wachstumsstrategie des Käuferunternehmens (Frage: Wie möchte ich wachsen?) sollte die Grundlage der M&A-Strategie bilden. Diese ist aus der Unternehmensvision (Frage: Wohin möchte ich mein Unternehmen entwickeln?) abgeleitet. Diese beiden Fragestellungen bilden die Leitplanken nicht nur für ein zielgerichtetes Target Screening, sondern ebenso für eine fokussierte Due Diligence und eine „schlanke“ Post-Merger-Integration.

Im Rahmen des Target Screenings erstellt das Käuferunternehmen ein Zielprofil. In diesem Zielprofil werden die unterschiedlichen Suchkriterien erfasst, die für den Käufer ausschlaggebend sind, wie zum Beispiel Industrie, Fähigkeiten, Region, Unternehmensgröße. Darüber hinaus werden die Screening-Aktivitäten bereits unterstützt durch erste Überlegungen zum Business Case sowie zu potenziellen Zusammenarbeits-/Integrationszenarien.

Aufgrund der begrenzten Anzahl von geeigneten Zielunternehmen bei der derzeit vorherrschenden Investitionsbereitschaft von strategischen und PE-Investoren kann die Target-Suche wohl als ein wesentlicher kritischer Punkt im Rahmen des M&A-Prozesses angesehen werden.

Neben dem eigenen Netzwerk bietet sich die Nutzung digitaler Informationsdatenbanken oder auch Plattformen für Unternehmenskauf und -verkauf an, von denen es mittlerweile unterschiedliche Anbieter gibt. Hinzugekommen sind in den letzten Jahren immer mehr Lösungsanbieter, die mit Hilfe von durch Käuferunternehmen angegebenen Suchparametern treffgenau das Internet sowie an den entsprechenden Anbieter angebundene Datenbanken durchforschten, um auf diese Weise einen „Match“ zu erzeugen. Die Longlist wird auf diese Weise sicherlich umfangreicher, aber auch vollständiger. Die Alternativen zur Erreichung der strategischen Ziele können dadurch ebenso ansteigen.

Um die Vielzahl an möglichen Targets zu erfassen, bietet sich der Aufbau eines zentralen Dealflow-Managementsystems an. Auch hierzu gibt es mittlerweile eine große Anzahl an Lösungsanbietern, wobei oftmals noch die fehlende Abbildung eines durchgängigen „end-to-end“-Prozesses unter Berücksichtigung unterschiedlicher Stakeholder-Interessen angeführt wird.

**B) Phase 2: Due Diligence/Deal**

Der Planungs- und Durchführungsphase der Due Diligence kommt angesichts der Pandemiesituation eine wachsende Bedeutung zu. Neben der in der Due

Diligence üblichen Auseinandersetzung mit der strategischen und finanziellen Unternehmensplanung rücken hier die beiden Bereiche IT Due Diligence unter Berücksichtigung datenschutzrelevanter Aspekte sowie Cultural Integration stärker in den Fokus des Due-Diligence-Prozesses.

Die Erwartungen vieler Unternehmen zu Beginn eines Fusions- oder Übernahmeprozesses an eine nahtlose Integration der Alt-IT-Systeme, Software und Daten wurden bereits in der Vergangenheit sehr häufig nicht erfüllt. Die IT-Architekturen von Käufer und Target sind oftmals inkompatibel, die jeweiligen Benutzeroberflächen sind vielfach maßgeschneidert und folglich meist schwer zu integrieren. Diese Herausforderungen wurden (und werden) im Rahmen einer IT-Due-Diligence erfasst. Gerade in Zeiten der Pandemie und den damit einhergehenden notwendigen „Homeoffice“-Aktivitäten müssen jedoch weitere wichtige Themenfelder wie „Cyber-Security“ und „Datenschutz“ in den (IT) Due-Diligence-Prozess einbezogen werden. Neben notwendiger IT-Expertise ist es auch aufgrund der wachsenden Bedeutung von digitalen Geschäftsmodellen ratsam, verstärkt die rechtlichen Aspekte des Daten-

schutzes bei der Durchführung des Geschäftsmodells einer ausführlichen Prüfung zu unterziehen.

Das Assessment der unterschiedlichen Unternehmenskulturen war schon in der Pre-Covid-19-Phase ein wichtiger, aber oftmals vernachlässigter Bestandteil einer Due Diligence. In Zeiten der Pandemie hingegen bekommt dieses Thema vor dem Hintergrund der Notwendigkeit eines „virtuellen Zusammenwachsens“ der unterschiedlichen Firmenkulturen Gewicht. So sollte ein initiales Assessment der Kulturen der beiden Parteien in der Konzeption der Due Diligence unter Berücksichtigung der virtuellen Fähigkeiten verankert sein. Schließlich sollte idealerweise in der Due Diligence der Begleitungsrahmen für die Post-Merger-Phase definiert werden.

Covid-19 verstärkt die Tendenz, die Due Diligence zu digitalisieren. Haben diverse Anbieter von Due-Diligence-Datenräumen bereits in der Zeit vor Covid-19-Lösungen zur automatisierten Vertragsanalyse oder zu Schwärzung von Daten in Datenräumen angeboten, so hat die Pandemie weitere Produktinnovationen oder -integrationen hervorgebracht. ▶▶

ANZEIGE

**M&AREVIEW**  
MERGERS & ACQUISITIONS • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

# Urknall bei M&A?\*

\* Immer auf dem neuesten Stand:

ma-review.de

Seien es Innovationen, die eine Durchführung von Besichtigungen von Werken und Räumen mit Hilfe von Drohnen oder Robotern ermöglicht, oder seien es Produktintegrationen wie von herkömmlichen Webinar- und Konferenzzanbieterdiensten an den Datenraum. Aber auch Anbieter von transaktionsunterstützenden Prozessmanagementlösungen sollen hier genannt sein.

Durch die richtige Nutzung der unterschiedlichen Möglichkeiten bieten sich für den jeweiligen Nutzer große Zeit- und Kosteneffizienzpotenziale während der Due-Diligence-Phase. So können im virtuellen und digitalen Umfeld mehrere Transaktionen simultan durchgeführt und abgeschlossen werden. Zeit- und kostenintensive Reisetätigkeiten können auf ein notwendiges Maß reduziert werden.

### C) Phase 3: Post Merger Integration (PMI)/Ausführung

Bereits während der Due Diligence sollten die Rahmenbedingungen zu einer erfolgreichen Zusammenarbeit für die PMI festgelegt werden. Das strukturierte und vollständige Bereitstellen relevanter Informationen und Erkenntnisse aus der Strategie- sowie Transaktionsphase ist dabei elementar für eine effektive Projektsteuerung der Integration. Dabei kommt dem Verhandeln und Festlegen dieser Startvoraussetzungen aufgrund der kulturellen Unterschiede eine besondere Bedeutung zu. Die dabei benötigte sensitive Verhandlungsführung ist insbesondere ein schwierigeres Unterfangen in virtuellen Szenarios. Mit verbindlichem Vorgehen und den richtigen Werkzeugen können hier die Grundlagen für eine schnelle und erfolgreiche Integration gelegt werden.

Die Post-Merger-Integration-Projekte sind geprägt von Ungewissheit und unvollständigen Informationen. Das hat Auswirkungen auf die strategische Projektplanung. Der virtuelle Raum ist hier hilfreich, um die benötigten Stakeholder schnell zusammenzubringen. Dem Risiko langer Entscheidungsprozesse muss hierbei ebenfalls mit proaktiver Projektsteuerung, kollaborativen Arbeitsräumen und klaren Verantwortlichkeiten entgegen gewirkt werden.

Sobald Pläne aufgestellt und abgestimmt sind, ist die Ausführung im virtuellen Umfeld häufig sogar effizienter, weil sich jeder Teilnehmer auf seinen Tätigkeitsbereich konzentrieren kann. Auch hier kommt der Projektleitung eine tragende Rolle zu, um Abhängigkeiten und Schnittmengen frühzeitig zu erkennen und zu moderieren.

Persönliche Beziehungen, die häufig zu den Erfolgsfaktoren erfolgreicher Integration und Zusammenarbeit zählen, und komplexe Trainings sind ungleich schwieri-

ger im virtuellen Kontext. Daher bedarf es dedizierter Kommunikationskanäle – auch für einen privaten Austausch – und des Engagements von erfahrenen Trainern. Regelmäßige Teammeetings, virtuelle „Kaffeeräume“, das Verteilen von Meetings auf mehrere Tage in einer Woche sowie das Nutzen von Online-Kollaborationswerkzeugen sind dabei nur einige Beispiele, die das virtuelle Miteinander vereinfachen.

Auch hier gibt es unterschiedliche Provider, die für eine PMI interessante Lösungen anbieten, von Tool-Anbietern, die komplexe Transaktions- und Integrations-szenarien mit entsprechenden Projektmanagement-Tools bereitstellen, bis hin zu kleinen digitalen Einzel-lösungen, die den „Puls der Integration“ wirksam messen und die Projektleitungen in deren Arbeit unterstützen. Allen gemeinsam ist, dass sie in Zeiten der Pandemie stärker in den Fokus gerückt sind.

## 4. Fazit

Um auf das anfangs genannte Zitat zurückzukommen: Der Wind wurde von der M&A-Branche aufgenommen, die Unternehmen haben sich schnell an die pandemische Situation angepasst und sehen das Potenzial der Krise als Treiber hin zu längst überfälligen digitalen Schritten. Digital / Virtual M&A in the „New Normal“ ist möglich und wird praktiziert.

Es gilt nun die aktuellen Maßnahmen mit denen der Vergangenheit zu vergleichen und daraus Rückschlüsse zu ziehen. Unternehmen müssen bewerten, welche Aktivitäten durch die Digitalisierung gegebenenfalls effektiver und effizienter geworden sind, einen wertmaximierenden Einfluss auf die Phasen des M&A-Prozesses haben und somit als neue Normalität in die Post-Covid-Zeit eingehen sollten. ■



**Thomas Rühle** ist Principal bei der international tätigen Ginkgo Management Consulting GmbH in Hamburg. Er agiert branchenübergreifend und bewegt sich an der Schnittstelle von Business und IT mit funktionaler Expertise in den Bereichen Merger & Acquisitions/Post Merger Integrationen, Digitalstrategie, IT-Strategie und -Governance, Enterprise Architecture & Application-Strategie sowie Outsourcing.

**Daniel Sausgruber** ist Consultant bei der international tätigen Ginkgo Management Consulting GmbH in Hamburg. Sein Beratungsschwerpunkt liegt im Bereich Merger & Acquisitions, Digitalstrategie und Digitale Transformation.



**McDermott  
Will & Emery**

RECHTSANWÄLTE STEUERBERATER LLP

# CONSISTENT EXCELLENCE.

Arbeitsrecht | Corporate Finance | Datenschutz/  
Cyber-Security | Gesellschaftsrecht/Mergers &  
Acquisitions | Gewerblicher Rechtsschutz |  
Gesundheitswesen, Pharma und Medizinprodukte |  
Immobilienwirtschaftsrecht | Investmentrecht |  
Kapitalmarktrecht | Kartellrecht | Konfliktlösung/  
Prozessrecht | Nationale & Internationale  
Schiedsverfahren | Öffentliches Recht |  
Private Equity | Insolvenz & Restrukturierung |  
Steuerrecht/Private Client | Telekommunikation/  
Medien/Technologie

**ERFAHREN SIE MEHR ÜBER UNSER  
BERATUNGSANGEBOT UNTER [MWE.COM](https://mwe.com).**

**FRANKFURT/MAIN • DÜSSELDORF • KÖLN • MÜNCHEN**

©2021 McDermott Will & Emery. For a complete list of entities visit [mwe.com/legalnotices](https://mwe.com/legalnotices). This may be considered attorney advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.



# Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): An attractive alternative for tech companies is turning towards Europe

Julian Riedlbauer, Partner and Head of the German Office &  
Richard Hartweck, Analyst at GP Bullhound

## 1. Executive summary

► Global equity capital markets are reaching new heights with record numbers of deals and deal volume. Much of this deal activity can be attributed to recent popularity in Special Purpose Acquisition Companies (SPACs). The number of SPAC listings has seen a drastic increase to 248 listings in the US in 2020, only to be surmounted by a total of 313 SPAC listings in the US since the start of 2021 alone<sup>1</sup>. Blank-cheque companies have become a significant source of global deal-making, and while most of this activity has been taking place in the US, Europe seems to be catching up, although at a far slower pace. It can be observed that the majority of SPACs are looking for and engaging with tech and growth-stage companies that see various benefits in partnering with a SPAC rather than remaining a private company for a prolonged period of time or undergoing a traditional Initial Public Offering (IPO) process.

## 2. Structure of a SPAC

SPACs have no operational business and are initiated by sponsors who are usually experienced and prominent investment professionals and/or business operators representing the SPAC to the public. These shell companies list on a stock exchange with the purpose to raise capital from investors, which is put into a trust account to subsequently acquire one or more private companies. For SPACs listed since 2021, the average IPO proceeds have been Dollar sign 323m<sup>2</sup>. Investors receive units that consist of a common share and a fraction of a warrant that gives investors the option to purchase a fraction of a common share later. Sponsors usually receive 20% of the post-IPO shares outstanding in the form of founder shares. After publicly listing, the sponsors typically have 12 to 24 months to identify a target and to

combine it into one company. Usually, the target has an enterprise value of 3-5x of the initial capital raised with the SPAC. If they fail to find and merge with a target, all investors receive their investment back minus fees for operating the SPAC plus interest earned during that period. Once a target is selected, the usual merger processes begin: due diligence, negotiation and signing of acquisition agreement and preparation of proxy statements. During this phase, the sponsors typically arrange Private Investment in Public Equity (PIPE) and debt financing. The last stage is the de-SPACing process, in which investors vote on the transaction at a general meeting. If a predefined majority for approval is reached and all regulatory requirements are met, the SPAC is going to complete the merger with the target. Investors who do not approve the deal can withdraw and get their investment back. Upon completion of the transaction, the target company will be listed on the stock exchange, and the ticker symbol will be adjusted to reflect the target's name.

## 3. SPAC advantages over a traditional IPO and reverse merger

The mechanics of the initial placement of a SPAC are not very different from a traditional IPO, yet can be significantly faster and can be completed in 6–8 weeks. The sponsors incorporate the SPAC and file the S-1 form with the Security and Exchange Commission (SEC) or similar statement in their corresponding jurisdiction. Subsequently, the sponsors go on a roadshow to promote the SPAC and attract large institutional investors. After regulatory approval, the SPAC will list on the stock exchange and investors are able to buy shares in the vehicle via a traditional IPO process. However, the main advantages of a SPAC compared to a traditional IPO are the time it takes from identifying the target to listing it on a stock exchange and the overall nature of the process. After the SPAC is floating on a stock exchange and identified a target, the two companies can

<sup>1</sup> GPB Analysis as of 07 May 2021.

<sup>2</sup> GPB Analysis as of 07 May 2021.

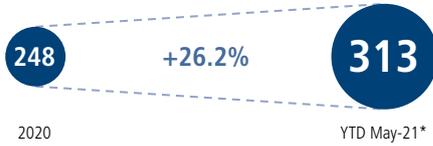
**Fig. 1 • SPAC market**

Source: SPAC Analytics, SPACTrack

**Commentary**

The total SPAC IPOs year-to-date has eclipsed the 2020 total. If we were to annualize these figures, we would expect over 1,000+ new SPACs entering the market in 2021:

**Total SPAC IPOs**



Both institutional and retail investors continue to deploying capital into these blank check companies, with SPAC proceeds surpassing 2020's total. The total amount of proceeds raised has now reached USD 100bn:

**Total SPAC Proceeds**

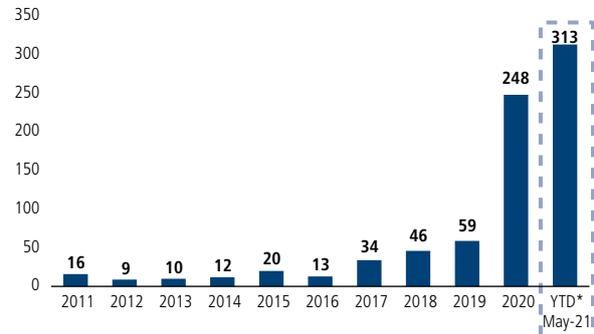


Notable target company announcements:

Note: Only includes US-Based SPACs registered with the SEC; (\*) until 07 May

**SPAC Market Snapshot**

Number of SPAC IPOs

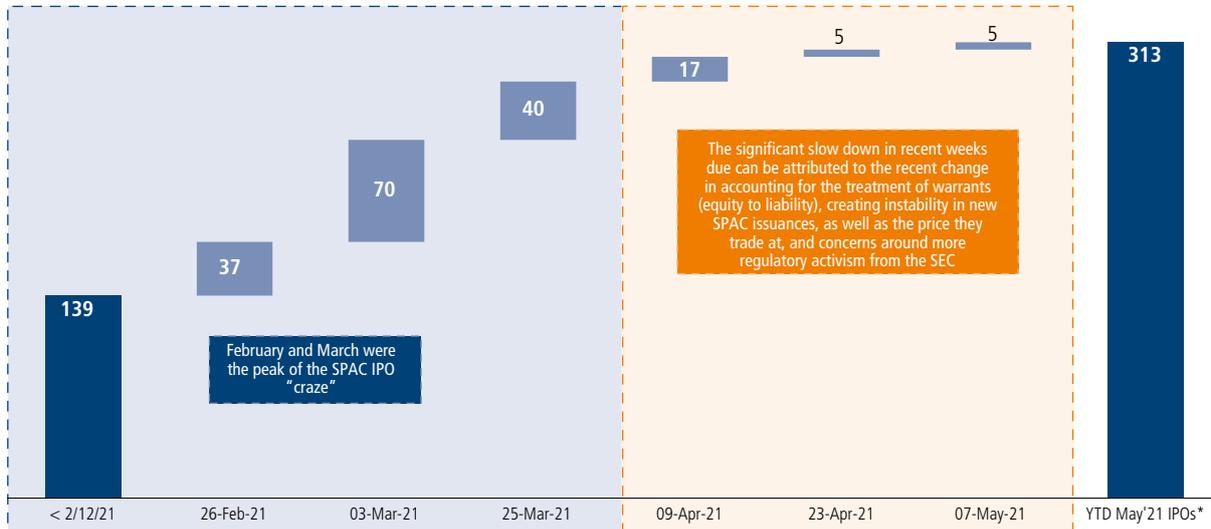


**Fig. 2 • US SPAC activity slow down**

Source: GP Bullhound bi-weekly reports

**New SPAC IPOs have remained low in volume**

Number of new SPAC IPOs



Note: Only includes US-Based SPACs registered with the SEC; (\*) until 07 May

sign the Letter of Intent and close the transaction within 3–4 months and effectively publicly listing the target. That is substantially faster than the usual 6–9 months it takes from the initial prospectus to close of IPO in a traditional IPO process. There is also a general uncertainty connected with the timing of an IPO since it depends on market sentiment and can get canceled at the very last minute should the market be somewhat unfavorable. When contrasting the overall process of the transaction, a SPAC merger can be seen as an

accelerated IPO process that takes less interruption to the company's operational business, management and less overall preparation.

While one could argue that a SPAC IPO most closely resembles a reverse takeover (RTO), it offers additional advantages over an RTO. These advantages, for example, include the security of financing or growth capital and access to blue-chip institutional investors through the sponsors. Also, without thorough due diligence, it

cannot be verified that the RTO shell company has no hidden debts or risks. The SPAC, compared to both IPO and RTO, has the considerable advantage of access to the experience, guidance, and contacts of the sponsors. Overall, this can make a merger with a Special Purpose Acquisition Company an attractive alternative for companies to access equity capital markets, get advice and the proper guidance during a transformative phase of the companies' existence, which can be especially interesting for young and growing tech companies. In addition, target companies also might prefer that a SPAC considers forward-looking financials during the merger process, which can result in higher valuations in contrast to only taking historical numbers and total addressable market into account. This can be very appealing for fast growing tech companies. Moreover, SPACs let retail investors participate in relatively young and aspiring companies, who may have deferred from the IPO process or chosen to do another round of growth capital instead.

#### 4. Tech seems to be the focus

SPACs can acquire a target in any industry, but seem to be highlighting a specific target industry in their initial registration statement. The most popular target sector for SPACs is the technology sector. Amongst the US-listed SPACs that have not yet announced a transaction, Technology, Media, Telecom (TMT) and Fintech focused Special Purpose Acquisition Companies combined account for the largest sector focus of SPACs. The recently listed SPACs on European stock exchanges prove that the strong tech focus in SPACs is not just a US phenomenon. Two prominent examples that got high media attention of the very few blank-cheque company listed on European stock exchanges since the start of the year are Klaus Hommels' Lake Star SPAC I, which listed on the Frankfurt stock exchange, and Martin Blessing's European FinTech IPO Company 1, which listed on the Euronext exchange in Amsterdam. Both blank-cheque companies raised Euro sign 275 million and Euro sign 415 million respectively. While Lake Star SPAC I is looking to partner with European tech entrepreneurs, European FinTech IPO Company 1 is tailored towards European FinTechs. Both are prime examples of the strong tech focus that a significant amount of SPACs exhibit. There are several explanations for that distinct sector focus. One major reason is that a higher number of private companies in the tech sector at diversified stages of growth seek capital than more traditional industries. Therefore the need for growth capital from tech companies and the desire of SPAC investors for high returns and disruptive companies seem to be a perfect match.

#### 5. SPAC phenomenon expanding to Europe

It can be observed that SPAC listings are, as of yet, a rather US phenomenon with more than 95% of the

SPACs listings taking place in the US, but of these, a majority can also invest in European targets. The fact that US SPACs are increasingly turning towards European targets can be partially attributed to the growing number of successful tech companies and "unicorns" in Europe, especially in London, Berlin, Paris, and the Nordics. Nevertheless, not only are US-listed targets looking to partner with European companies, the market is also observing an increasing number of SPAC listings on European exchanges. While in the US, the listing of SPACs has slowed down significantly, with only 22 listings in April 2021 compared to 110 in March 2021, it can be observed that the market in Europe is expecting an increased number of listings<sup>3</sup>. The German stock exchange in Frankfurt and especially Euronext in Amsterdam seem to be the go-to places for sponsors looking to list a blank-cheque company in Europe. The SEC has recently commented that the regulatory body wants to scrutinize revenue and profit projections made by targets merging with SPACs more closely and are investigating the accounting treatment of warrants. This could deter sponsors from listing SPACs on a US exchange. While recent plans of British investor Ian Osborne to list a Dollar sign 400m SPAC at Amsterdam's Euronext exchange to target European tech "unicorns" with a vehicle that gives sponsors initially 10% instead of the usual 20% in promote shares, is a prime example for a revised structure of a SPACs that could make SPACs more appealing to investors and target companies.

#### 6. Outlook

It remains to be seen if SPACs can establish themselves in the long term and especially in Europe. However, the several advantages of merging with a SPAC regarding timing, process and sponsors guidance could establish SPACs as a worthy alternative for companies and especially relatively young tech companies to raise capital and access a broader investor base. ■

<sup>3</sup> GPB Analysis as of 07 May 2021



**Julian Riedlbauer** is a partner and head of the German office of leading global technology M&A advisor and investor GP Bullhound. Prior to running the German office, Julian Riedlbauer was Managing Director at Corporate Finance Partners, an international M&A advisory firm focusing on internet, media and technology. Before moving to consulting, Riedlbauer gained extensive experience as a founder, entrepreneur and manager with several M&A deals in the internet, IT and telecom sector.

**Richard Hartweck** is an analyst at GP Bullhound. Previously, he gained investment banking experience at Bankhaus Lampe and HSBC. Hartweck holds a B.Sc. Economics & Business from the University of Amsterdam and an M.Sc. Finance & Accounting from Imperial College London.

# M&A REVIEW EUROPE



<https://ma-review.com>

# SPACs in France, an original approach to access financial markets likely to develop in France?

Jeremy Scemama, Partner, Location Head of Corporate Department &  
Fabien Goudot, Senior associate, Corporate Department, DLA Piper France LLP

► After a promising year 2020, the market of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) seems to be on the rise.

Born in the United States of America, SPACs, companies without operational activity whose shares are listed on the stock exchange with the aim to acquiring or merging with a company operating in a predefined sector of activity sector, are very successful. Since the 1990s, three generations of SPACs have been created in the US with the view to make them compatible with the evolution of the securities law. As a result of this success, in 2020, 268 initial public offerings of SPACs have been completed in the United States, raising more than 80 billions USD.

## 1. In Europe and in particular in France, although the SPAC phenomenon is new, market actors show an extensive interest in this innovative structure and its particularities

In France, three SPACs have so far been created. The first one is the company "Mediawan", registered in December 2015 and listed in April 2016, founded by Xavier Niel, Matthieu Pigasse and Antoine Capton in order to create a leading television production company in Europe. The second one is the company "2MX Organic", registered in September 2020 and listed in December 2020, again founded by Xavier Niel and Matthieu Pigasse, as well as Moez-Alexandre Zouari. This SPAC is dedicated to the production and distribution of sustainable goods.

More recently, Tikehau Capital, the global alternative asset management group, announced last April that its first SPAC Pegasus Europe ("Pegasus"), has successfully raised EUR 500<sup>2</sup> million in a private placement. Pegasus becomes the largest European SPAC to date and will start trading on Euronext Amsterdam today. Tikehau Capital launched Pegasus back in February, alongside co-sponsors Financière Agache, Jean Pierre Mustier and Diego De Giorgi. Mustier and De Giorgi will

act as operating partners. This initiative is part of Tikehau Capital's ongoing effort to build-out its global product offering relying on its strong global network and footprint. Pegasus, and SPACs in general, are a natural extension of Tikehau Capital's business, providing companies with new ways to access capital and allowing investors to have access to differentiated investment vehicles.

The particularity of SPACs is that they are listed on the professional segment of the regulated market of Euronext Paris. Each one of these initial public offerings (IPOs) has been made through the admission to trading and direct listing of preferred shares and warrants (representing for each SPAC an amount of 250 million EUR, increased to 300 million EUR with the full exercise of the extension clause).

Once the SPAC is listed, the founders (or sponsors) determine one or more acquisition or merger projects. Each project is then submitted to the shareholders' vote at the shareholders, general meeting in order to protect the investors. Depending on the result of the vote, three situations can be distinguished:

### Approval of the project submitted

In case of approval of the project according to the prefixed majority rules, the SPAC can then proceed with the contemplated transaction. Nevertheless, the shareholders having rejected the project benefit from an option to sell their shares. In this perspective, investors in SPACs benefit from a certain protection. They also have the opportunity to conserve the warrants they hold if any, which will allow them to gain profit in the potential good performance of the combined entity to which they were opposed.

### The rejection of the project submitted

In case of rejection of the project, the SPAC will have to give up the contemplated project. The SPAC can nevertheless consider a new project.

### The absence of acquisition or merger within the time limit

If the SPAC does not complete acquisitions within two years following its listing, either because the SPAC does not obtain the required majority for the project(s) submitted or either because the projects have not been completed prior to the deadline, the SPAC will be liquidated and delisted. It may be possible for the sponsors to request an extension of the time limit to the shareholders' meeting subject to offering investors a redemption of their shares. The funds initially raised will then be repaid to the investors on a prorata basis of their investments. The sponsors will bear the costs related in particular to the creation and the listing of the SPAC, beyond the reputational impact.

## 2. Beyond their peculiar functioning, SPACs offer significant advantages in favour of the various participants to the transaction, which justifies the interest they generate

### On the sponsors' side

First of all, as the placement is made by qualified investors, most often in the form of an international private placement, there is no public offering, which shortens

the IPO timetable and lowers the risks of the transaction.

Concerning the documentation, the process is reduced thanks to a listing on the professional segment. In particular, as this is an admission prospectus, there is no translation of the summary into French, no requirement of a letter of completion (*lettre de fin de travaux*) from auditors (*commissaires aux comptes*), no certificate from investment service providers. The Autorité des marchés financiers (AMF) has not issued any new specific regulations for these companies as SPACs are fungible with existing regulations, as disclosed in its publication dated 15 April 2021.

From a business point of view, SPACs offer the opportunity to raise a significant amount of capital on the financial market in order to carry out the contemplated acquisition or a merger. This type of transaction can be very lucrative for sponsors who will in particular hold a significant stake in the SPAC and benefit from pre-determined governance rights, for a relatively small initial investment. The return on investment will also be faster than for other alternatives available. ▶▶

ANZEIGE

**M&A REVIEW**  
 MERGERS & ACQUISITIONS • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

Manchmal ist Vergangenheit  
 NICHT historisch.\*

\* Immer auf dem neuesten Stand:  
[ma-review.de](http://ma-review.de)

### On the target companies' side

The main advantage for target companies is that they can be automatically listed as a result of being acquired by SPACs. They can access the financial markets in an accelerated way and avoid the traditional IPO process, and at a reduced cost in comparison to a traditional IPO. The valuation of the target company will also be more certain in comparison to an IPO, where the valuation is subject to market demand.

### Investors' side

Beyond the protection they benefit from as mentioned above, investors will also be able to benefit from the security and the liquidity of the listing market with interesting perspectives of capital gains.

### 3. Nevertheless, there are some constraints to be taken into consideration for this type of structure

#### On the sponsors' side

As mentioned above, a SPAC is a specialised acquisition vehicle which raises capital on the stock market in order to complete one or more acquisitions. These acquisitions will have to be finalized within a limited period of approximately 24 months following the listing of the SPAC, and the investment will have to represent a minimum of 75–80% of the capital raised. Moreover, it should be noted that once the SPAC has been listed on the stock exchange, the transfer of shares will in principle only be possible between qualified investors.

For more efficiency and attractiveness, several challenges must be faced by sponsors who want to create their own SPAC. The first challenge is to ensure that the investment and the team of founders is as attractive as possible to attract potential French or international investors. For example, the SPAC Pegasus Europe, listed on Euronext Amsterdam, is the result of a combination between investment professionals and banking personalities: the asset management group Tikehau Capital, the financial firm Agache (holding company controlled by the Arnault Group), Jean-Pierre Mustier, the former CEO of Unicredit, and the investment banker Diego De Giorgi.

It is also important to be able to attract investors that are able and willing to lock a certain amount of funds during a period of two years. For example, Mediawan shares were only reserved to institutional investors able to invest a minimum of 1 million EUR.

Finally, for sponsors, one of the main considerations will be the governance of the company prior to and after the acquisition or the merger as well as the mechanism of profit sharing to the founders.

### On the target companies' side

For target companies, the negotiation of transactional agreements and related documents can be long. Moreover, the shareholding of sponsors and their political rights are in principle significant.

Finally, in the event of an acquisition by a SPAC created in the United States, the target company will have to comply with the US stock market requirements.

The future of SPACs is promising, and with the growing enthusiasm for these new investment vehicles, competition is brewing between the European financial markets. Many SPACs are destined to be created in Europe, and the US SPACs will increasingly turn to the European markets in order to acquire target companies. The Dutch market is currently the most active in this respect with six SPACs to date, including the SPACs ESG Core Investments and SPAC Pegasus Europe recently launched.

Although the emergence of French SPACs is slow in comparison of our neighboring countries and the United States, they are likely to become increasingly important. It should be noted that the multiplication of SPACs across the Atlantic is starting to be accompanied by investigations from regulatory authority and litigations from investors as activists in particular. ■



**Jeremy Scemama**, Avocat admitted to the Paris bar, Jeremy Scemama has been working for more than 18 years with industrial groups and investment funds on a large number of transfers, acquisitions and mergers of listed companies – by means of cash tender offers, exchange tender offers, buyout offers, squeeze outs or standing market offers – and non-listed companies. Jeremy has also advised on numerous initial public offerings and issuance of financial instruments through a public offering or private placement, either for the issuer or for the bank underwriter. Furthermore, Jeremy has also developed an extensive experience in the implementation of ethics and compliance rules within listed industrial groups. He is leading Corporate Group DLA Piper France.

**Fabien Goudot**, Avocat admitted to the Paris Bar, Fabien is a corporate lawyer with a particular focus on mergers and acquisitions, securities law and general corporate law, advising companies on both listed and unlisted targets.

# French SPAC: The keys to building European champions<sup>1</sup>

Annie Maudouit-Ridde, Of Counsel at Winston & Strawn LLP

► In December 2020, 2MX Organic, the second special purpose acquisition company (SPAC) to be registered, launched, and listed in France on Euronext Paris, announced the success of its EUR 300 million offering addressed to qualified investors in France and abroad, almost five years after the listing of the first French SPAC Mediawan<sup>2</sup>. While only three European SPAC IPOs have been completed on European stock exchanges in 2020 (out of a total of eight Europe-based SPACs)<sup>3</sup>, trend seems to be changing in 2021.

Since 2MX Organic's listing, more Europe-based SPACs have completed their IPOs on European markets, including the listing of Lakestar SPAC I SE on the Frankfurt Stock Exchange and the listing on Euronext Amsterdam of ESG Core Investments, European FinTech IPO Company 1 B.V. (EFIC 1) and Pegasus Acquisition Company Europe B.V. (launched by Tikehau Capital), the largest European SPAC to date with its EUR 500 million private placement.

In addition, Paris-based venture capital firm 360 Capital Partners on the one hand, and Europe's biggest hotel group Accor on the other hand respectively announced that they will launch the first French Tech SPAC with 360 Disruptech EU and the first French "corporate SPAC" with Accor Acquisition Company.

As the "SPAC mania" cools down in the United States (248 SPACs were launched for a total amount of USD 83.4 billion in 2020 and already 325 SPACs raised a total of USD 103.6 billion to date in 2021<sup>4</sup>), Europe is just heating up, yet at a much more reasonable path. However, while the competition, if any, should be focused on U.S. stock exchanges vs. European stock ex-

changes, there seems to be a newly created competitive bidding among European venues with Amsterdam becoming the most popular one, partly because of the financial services industry slowly regrouping around the Dutch capital city after the Brexit, up to the point that even the French regulator felt the need to publicly confirm its practical experience with these transactions.

European jurisdictions, and especially France, have all necessary ingredients for the success of SPACs, and as the French regulator recently said: "*The French legal framework and regulatory requirements enable the listing of SPACs to be welcome in Paris, all the while providing appropriate investor protection.*"<sup>5</sup>

## 1. An operating company in the making

A SPAC is a commercial company whose purpose is to become an operating company from its de-SPACing, i.e., from the date of completion of the initial business combination for which it has been incorporated, which shall occur within 24 months from the date of the SPAC's listing.

A SPAC is not a fund, neither from a legal standpoint – it is a commercial company – nor from a regulatory standpoint since the SPAC does not meet the criteria of alternative investment funds (AIF) within the meaning of the provisions of the French Monetary and Financial Code and the AIFM Directive<sup>6</sup>.

From its listing date, the SPAC will look for targets, select one or more of them, and carry out the initial business combination to effect its de-SPACing. The completion of that determining transaction will shape the success of the SPAC. ►

<sup>1</sup> This article is an update of an article originally co-written by the author and Stéphane Sabatier.

<sup>2</sup> Mediawan's and 2MX Organic's prospectuses have been respectively approved by the French Autorité des Marchés Financiers on April 11, 2016 under number 16-132 and on November 27, 2020 under number 20-583.

<sup>3</sup> S&P Global Market Intelligence.

<sup>4</sup> Sources: SPAC Insider and SPAC Research (May 25, 2021).

<sup>5</sup> Press release of the French Autorité des Marchés Financiers dated April 15, 2021.

<sup>6</sup> Directive 2011/61/EU of June 8, 2011 on alternative investment fund managers, called the "AIFM Directive".

## 2. A project led by a team

The project presented by the SPAC is led by a team comprising the founders (or sponsors) of the SPAC, who are behind the project, and the members of the board of directors or supervisory board, depending on the governance of the SPAC.

The profile and track record of the founders, as well as their knowledge of the sector, are guarantees of the reliability of the project: the legitimacy of the SPAC is based on the latter. The founders shall also convince the investors of the capacity of the team to carry out the initial business combination in the targeted sector within the given time period. Indeed, if the initial business combination is not carried out within the 24-month time period following its listing, the SPAC will be liquidated.

In this regard, the success of the first two French SPAC IPOs, i.e., Mediawan and 2MX Organic, lies for the most part in the complementarity of the profiles of their founders. That does not mean that the success of a SPAC is based on the renown of the latter, but rather on the track record of the founders in the targeted sector and on their capacity as deal makers.

Because recent SPACs in Europe have been launched by high-profile founders (French billionaire Xavier Niel with Matthieu Pigasse and Moez-Alexandre Zouari, or investment company Tikehau Capital with co-sponsors former UniCredit CEO Jean-Pierre Mustier and Bernard Arnault's holding Financière Agache), it may discourage other potential sponsors from getting involved. But successful entrepreneurs, especially the ones having an industry expertise, have the perfect profile to co-sponsor an industry-focused SPAC together with other successful entrepreneurs and/or investment companies or funds.

Contrary to a classic IPO, for which the history and development project of the company are highlighted, the SPAC is a gamble on the future, started from a blank page. The quality of the project shall thus be flawless to convince investors, which are more and more called on regarding various SPAC projects.

The project relates to both a determined sector and the possibility to form a group through external growth transactions. The targeted sector shall have strong growth potential, while at the same time enabling for a consolidation of its assets and/or players. The SPAC is a vehicle making it possible, in shorter time, to form a European leader capable of competing with American, Chinese, or Indian groups.

## 3. At-risk founders benefiting from a strong leverage

Until the de-SPACing, the risk is borne by the founders only, whose initial investment will finance the IPO, operating, target search and initial business combination costs. The compensation for this risk-taking is the benefit for the founders of an immediate leverage ("promote") on the day of the IPO. By investing about 2.5% of the funds to be raised by the SPAC during its IPO, they will hold 20% of the share capital and voting rights of said SPAC.

Co-founders of a SPAC do not need to invest to the same extent, provided the global at-risk investment made by all founders is about 2.5% of the funds held in escrow and the promote is shared between them.

Shares held by the founders, including preferred shares and warrants giving right to ordinary shares, are not listed; in case of completion of the initial business combination, their preferred shares will be converted into listed ordinary shares fungible with the shares held by the investors.

## 4. Protected investors

The term "blank check company", which is often used when referring to a SPAC, shall not mislead the public: far from writing a blank check to the founders, investors in a SPAC are in fact more protected than investors in a classic IPO. Indeed, capital raised from investors during the SPAC IPO is held in a trust account or a secured deposit account and may only be released for purposes of the completion of the initial business combination or, failing that, the liquidation of the SPAC.

In the absence of a de-SPACing within the given time period, the SPAC is liquidated, and all investors are reimbursed at the IPO offering price, before the founders. In case of a de-SPACing, the investors not wishing to support the proposed initial business combination may ask for the buyback of their shares by the SPAC at the IPO offering price.

The investors of a SPAC only take a real risk from the de-SPACing, if they support the proposed initial business combination and wish to remain shareholders of the SPAC. As from this date, they bear the same risk as any shareholder of a listed company and may still leave the company, thanks to the liquidity resulting from the listing, at any time after the completion of the IBC by selling their shares on the market or over the counter.

## 5. A structuring M&A transaction

The purpose of a SPAC is to carry out an initial business combination, which may concern a single target com-

pany or asset, or several targets and assets at the same time, in order to become an operating company. To that purpose, the SPAC team shall conduct a narrow screening of the assets and companies of the sector when defining its project, without yet identifying a precise target. Discussions with the target may start only after the SPAC IPO, in compliance with applicable rules on insider information – the SPAC being a listed company.

The initial business combination may take any possible forms (share deal, asset deal, contribution, merger, etc.). Depending on the SPAC structure and governance, the initial business combination shall be subject to (1) the approval of the special meeting of the investors voting by a 2/3 majority, based on SPAC Mediawan's structure, or (2) the only approval of the board of directors voting by a qualified majority, including the vote of its independent members, and shall give rise to an information of the investors through the publication of a dedicated notice, based on SPAC 2MX Organic's structure. In any cases, if the initial business combination takes the form of a merger or any other transaction form requiring a decision from the shareholders, the initial business combination shall be subject to the approval of all SPAC shareholders, keeping in mind that the founders will hold 20% of the voting rights at shareholders' meetings.

In addition to the funds raised at the time of the IPO which will be used to pay the initial business combination price (minus the amount to be paid to shareholders requesting the redemption of their shares), the SPAC may seek customary M&A financing sources (bank fi-

ancing, etc.), complete a private investment in public equity (PIPE) with cornerstone investors, request its main founder to subscribe new shares under a forward purchase commitment, if any, raise debt or additional funds on the market, or pay all or part of the acquisition price with new shares.

With around 400 U.S. SPACs currently searching for targets and starting to look at the Old Continent, French SPACs, and more generally European SPACs, could use a competitive advantage from a foreign direct investment screening standpoint when bidding on a European target company conducting its business in a strategic business sector, especially in a Covid-19 or post-Covid-19 context which led European Union and EU Member States to strengthen their control of foreign investments. ■



**Annie Maudouit-Ridde** is Of Counsel in the Paris office of international law firm Winston & Strawn. She has been advising private and listed companies, and their shareholders, for over 10 years on domestic and cross-border mergers and acquisitions, mergers of equals, and strategic alliances, with a focus on public M&A and securities law. She has developed a particular expertise in SPAC.

ANZEIGE



**Karl Michael Popp:**  
**Digitalisierung von Mergers und Acquisitions:**  
**Die Due-Diligence-Phase – Aufgaben und Automatisierbarkeit**  
 Reihe: Digitalisierung M&A, Band 1

**Prägnantes Know-how zur Automatisierung von M&A-Prozessen**

- Anleitung zur Digitalisierung und Automatisierung von Aufgaben
- Basierend auf einem M&A-Prozessmodell mit klarer Definition von Phasen und Aufgaben
- Definition bestimmter Aufgaben, die sich auf die Due Diligence-Phase konzentrieren
- Vorschlag einer Integrationsarchitektur für die durchgängige Automatisierung sowie Schnittstellen für die Integration von Tools

Lesenswert für alle M&A Praktiker, die sich für die M&A-Prozessautomatisierung interessieren.

Deutsche Version: <https://amzn.to/3f0Hhz0>

Englische Version: <https://amzn.to/3kEmzrs>

Jetzt auch auf Englisch erhältlich

Verlag: M&A Media Services GmbH, 82049 Pullach, E-Mail: [info@ma-review.com](mailto:info@ma-review.com)

# Rechtliche Anforderungen für deutsche Investoren in der Volksrepublik China

Gracia Holzwarth, ICBC Frankfurt

## 1. Einleitung

▶ Mit dem neuen chinesischen Foreign Investment Law<sup>1</sup> hat die Volksrepublik China eine neue Ära für ausländische Investitionen in China eingeleitet. Nach mehr als 40 Jahren kommt es zu gesetzlichen Änderungen im chinesischen Außenwirtschaftsrecht, die die bisher geltende Gesetzgebung in diesem Bereich ablöst. Dies stellt einen Meilenstein in der Gesetzgebung des chinesischen Außenwirtschaftsrechts dar. Es gab in China nicht wie in Deutschland eine stetige Überarbeitung der bestehenden Gesetze zum Außenwirtschaftsrecht, sondern nun mit dem neuen FIL eine komplette gesetzliche Überarbeitung der bisherigen Rechtslage. Aus M&A-Perspektive ist besonders interessant, dass zum ersten Mal M&A-Transaktionen im FIL gesetzlich normiert werden. Die Bundesrepublik Deutschland und die VR China unterhalten seit vielen Jahren gute politische und wirtschaftliche Beziehungen. Aufgrund der volkswirtschaftlichen Größe der VR China ergeben sich enorme Markt- und Geschäftsmöglichkeiten für deutsche Investoren. Daher ist für deutsche Investoren, die beabsichtigen, in China zu investieren, die Kenntnis der neuen Gesetzgebung im chinesischen Außenwirtschaftsrecht von großer Bedeutung. Im folgenden Beitrag sollen die rechtlichen Voraussetzungen für deutsche Investoren in China dargestellt werden. Zunächst erfolgt ein Überblick und Einschätzung zum neuen FIL. Das FIL wird auf seine konkreten rechtlichen Voraussetzungen hin überprüft. Das Listensystem der Volksrepublik China für deren Marktzugang wird im Zusammenhang mit dem FIL erläutert. Die bislang wichtigsten Durchführungsbestimmungen zum FIL werden aufgezeigt. Die Autorin hat die rechtlichen Anforderungen aus den chinesischen Originaltexten übersetzt und herausgearbeitet.

## 2. Rechtliche Anforderungen für deutsche Investoren nach dem chinesischen Auslands-Investitions-gesetz vom 15.03.2019

Im nun folgenden Kapitel sollen die rechtlichen Anforderungen für deutsche Investoren in China im neuen FIL herausgearbeitet werden. Da es keine Unterscheidung für deutsche Investoren und andere ausländische Investoren in China gibt, gelten diese Anforderungen für alle deutschen Investoren in China. Danach sollen die verschiedenen Listen zum Marktzugang und die bisher wichtigsten chinesischen Durchführungsbestimmungen zum FIL dargestellt und bewertet werden.

### 2.1 Überblick zum FIL

Am 15.03.2019 verkündete der Nationale Volkskongress das neue chinesische FIL<sup>2</sup>, welches zum 01.01.2020 in Kraft trat. Die offizielle Gesetzesfassung ist wie bei allen chinesischen Gesetzen in der offiziellen Landessprache Mandarin verfasst. Es beinhaltet sechs Kapitel: 1. Allgemeine Regeln, 2. Investitionsförderung, 3. Investitionsschutz, 4. Management für Investitionen, 5. Rechtliche Haftung und 6. Ergänzende Regelungen.

Insgesamt umfasst es 42 Paragraphen. Ziel des FIL ist nach § 1 die weitere Öffnung Chinas nach außen, ausländische Investitionen aktiv zu fördern, die legalen Rechte und Interessen ausländischer Investitionen zu schützen, die Steuerung ausländischer Investitionen zu normieren, die Entstehung eines neuen Modells der umfassenden Öffnung voranzutreiben und die gesunde Entwicklung der sozialistischen Marktwirtschaft zu fördern.

In § 3 werden die politischen Leitlinien für das FIL dargelegt: Der Staat hält an der grundlegenden Staatspolitik

<sup>1</sup> Im Folgenden als FIL abgekürzt.

<sup>2</sup> Die folgenden Paragraphen zum chinesischen Auslandsinvestitions-gesetz basieren auf der offiziellen Fassung auf Mandarin.

der Öffnung nach außen fest. Er ermutigt ausländische Investoren, in China zu investieren. Der Staat betreibt eine Politik der Liberalisierung und Erleichterung von Investitionen von hohem Niveau, schafft und vervollkommen Mechanismen zur Förderung ausländischer Investitionen und baut ein stabiles, transparentes und vorhersehbares Marktumfeld mit fairem Wettbewerb auf. Außerdem schützt der Staat die Investitionen, Einkünfte und anderen legalen Rechte und Interessen der ausländischen Investoren (§ 5).

Das FIL löst die bisherigen seit den 1980er-Jahren bestehenden 3 Gesetze zu Auslandsinvestitionen ab: Das Equity-Joint-Venture-Gesetz<sup>3</sup>, das Wholly-Foreign-Owned-Enterprise-Gesetz<sup>4</sup> und das Contractual-Joint-Venture-Gesetz<sup>5</sup>. Diese fanden auf innerchinesische Unternehmen keine Anwendung. Sie werden nach neuer Rechtslage nach Ablauf der fünfjährigen Übergangsfrist wegfallen (vgl. § 42 Abs. 2 FIL). Für Gesellschaften, die bereits nach neuem Recht errichtet werden, gelten die chinesischen Gesellschaftsrechtsnormen bereits ohne Einschränkungen. Ziel und Zweck der kodifizierten Gleichbehandlung ist nach der Erklärung zum FIL durch den Nationalen Volkskongress die Begünstigung einer qualitativ höheren Entwicklung des chinesischen Marktes durch Marktbedingungen, die der Transparenz, Vorhersehbarkeit und einem gerechten Wettbewerb unterliegen.<sup>6</sup> Nach § 42 Abs. 2 FIL wird ein Übergangszeitraum von 5 Jahren für die bislang bestehenden gesellschaftsrechtlichen Organisationsstrukturen von ausländisch finanzierten Unternehmen gewährt. Dies bedeutet, dass es zunächst für die bestehenden Organisationsformen keinen akuten Handlungsbedarf gibt, sondern dass für deutsche Investoren noch Zeit besteht, um diese in Ruhe entsprechend anzupassen. Das Gesetz findet Anwendung auf das chinesische Staatsgebiet. Das chinesische Staatsgebiet wird hier unter Ausschluss von Hongkong, Macau und Taiwan verstanden<sup>7</sup>, wörtlich ist „innerhalb der Grenzen“ gemeint<sup>8</sup>.

## 2.2 Rechtliche Voraussetzungen des FIL

Es sollen hier zunächst die rechtlichen Voraussetzungen aus dem FIL für deutsche Investoren in ihrer gesetzlichen Reihenfolge herausgearbeitet und ihre Bedeutung versucht werden zu erläutern. Zunächst muss geklärt

werden, was unter „ausländische Investitionen“ im Sinne des FIL verstanden wird. In § 2 des FIL gibt es eine Legaldefinition für „ausländische Investitionen“. Als ausländische Investitionen werden in diesem Gesetz Investitionsaktivitäten bezeichnet, die aktiv direkt oder indirekt durch eine ausländische natürliche Person, Unternehmen oder Organisation<sup>9</sup> vorgenommen werden, einschließlich der folgenden vier Tatbestände: Nr. 1: Ein ausländischer Investor gründet allein oder gemeinsam mit einem anderen Investor ein ausländisch investiertes Unternehmen innerhalb des chinesischen Gebietes; Nr. 2: Ein ausländischer Investor erwirbt Aktien<sup>10</sup>, Anteile<sup>11</sup>, Beteiligungen<sup>12</sup> oder andere ähnliche Rechte und Interessen an einem Unternehmen innerhalb des chinesischen Gebietes; Nr. 3: Ein ausländischer Investor investiert allein oder gemeinsam mit einem anderen Investor in ein neu initiiertes Projekt innerhalb des chinesischen Gebietes; Nr. 4: Andere Arten von Investitionen, die in Gesetzen, Verwaltungsrechtsnormen oder Bestimmungen des Staatsrates festgelegt sind.

Im Sinne dieses Gesetzes sind nach § 2 Abs. 3 „ausländisch finanzierte Unternehmen“ Unternehmen, in die vollständig oder teilweise von ausländischen Investoren investiert wurde und die nach dem chinesischen Recht innerhalb chinesischen Gebietes durch Eintragung und Registrierung errichtet wurden. Nr. 4 ist als eine Art Auffangtatbestand zu verstehen: Der chinesische Staat behält sich vor, durch Gesetz, Verwaltungsrechtsnormen oder Bestimmungen des Staatsrates für Investitionen den Anwendungsbereich des FIL zu eröffnen. Was die Teilinvestition betrifft, gibt es keine durch den Gesetzeswortlaut näher konkretisierte Untergrenze für die Höhe oder den Umfang: So gibt es keine gesetzlichen Anforderungen oder Konkretisierungen, wie viele Anteile in Prozent von einem ausländischen Investor an einer nach chinesischem Gesellschaftsrecht beispielsweise gegründeten Aktiengesellschaft oder GmbH gehalten werden müssen. Bereits das Halten geringer Anteile kann den Anwendungsbereich des FIL eröffnen.<sup>13</sup> In früheren Gesetzesentwürfen zum FIL war das anders: Hier wurde zum Beispiel noch auf das Tatbestandsmerkmal der tatsächlichen Kontrolle abgestellt oder auch Prozentsätze für die Anteile vorgegeben.<sup>14</sup> Diese Vorgaben und Konkretisierungen in den früheren Entwürfen zum FIL wurden nicht in den neuen Gesetzeswortlaut des FIL eingebracht. Neu ist auch, dass nun auch indirekte Investitionen und nicht nur direkte Investitionen wie vor dem FIL erfasst werden. Außerdem sind nun M&A-Transaktionen erlaubt. Nach alter Rechtslage bedeutete „ausländische Investition“

3 Gesetz über gemeinschaftlich betriebene Unternehmen mit chinesisch-ausländischer Kapitalbeteiligung (中外合资经营企业法) vom 1.7.1979, zuletzt geändert am 3.9.2016, im Folgenden als EJVG abgekürzt.

4 Gesetz über ausländisch kapitalisierte Unternehmen (外资企业法) vom 12.4.1986, zuletzt geändert am 3.9.2016, im Folgenden als WFOEG abgekürzt.

5 Gesetz über chinesisch-ausländische kooperativ betriebene Unternehmen (中外合作经营企业法) vom 13.4.1988, zuletzt geändert am 4.11.2017, im Folgenden als CJVG abgekürzt.

6 Wang, Chen (stellvertretender Vorsitzender des Ständigen Ausschusses des Nationalen Volkskongresses), Erklärung zum Auslandsinvestitionsgesetz vom 08.03.2019, 13. Nationaler Volkskongress, (关于《中华人民共和国外商投资法(草案)》的说明, in chinesischer Sprache: [www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/xinwen/2019-03/15/content\\_2083626.htm](http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/xinwen/2019-03/15/content_2083626.htm) (Abrufdatum 08.04.2021).

7 Auswärtiges Amt, China: Reise- und Sicherheitshinweise, Reisen nach Hongkong und Macau, Stand vom 08.04.2021 (gültig seit 25.03.2021), [www.auswaertiges-amt.de/de/ausenpolitik/laender/china-node/chinasicherheit/200466](http://www.auswaertiges-amt.de/de/ausenpolitik/laender/china-node/chinasicherheit/200466) (Abrufdatum 08.04.2021).

8 Klages, Gesetz der Volksrepublik China über ausländische Investitionen, ZChinR 2019, S. 144-152.

9 Im Folgenden als ausländische Investoren bezeichnet.

10 Aktien sind hier als solche einer chinesischen Aktiengesellschaft i.S.d. § 125 Abs.1 des chinesischen Gesellschaftsgesetzes vom 29. Dezember 1993, zuletzt geändert am 26. Oktober 2018, zu verstehen.

11 Gemeint sind Gesellschaftsanteile i.S.d. §§ 71 ff. des chinesischen Gesellschaftsgesetzes.

12 Gemeint sind Beteiligungen an Partnerschaftsunternehmen i.S.d. §§ 20 ff. des chinesischen Partnerschaftsunternehmensgesetzes vom 27. August 2006.

13 Otten, Windrichtung Marktöffnung, Segel nicht gesetzt – Das neue Auslandsinvestitionsgesetz der Volksrepublik China, ZChinR 2019, S. 119 ff.

14 Ausführlich hierzu Otten a.a.O., S. 124.

nur das Gründen von ausländisch finanzierten Unternehmen gemäß jeweils §§ 1, 2 des EJV, WFOEG und CJVG und das Investieren in Projekte.<sup>15</sup> Allerdings fehlt eine Definition für indirekte Investitionen. Es ist unklar, ob eine Reinvestition ausländisch investierter Unternehmen in China als indirekte Investition angesehen wird. Auch ist unklar, ob bei einer indirekten Investition der Inhaber der tatsächlichen Kontrolle berücksichtigt werden soll. Diese Frage stellt sich vor allem bei den Gesellschaftsmodellen Special Purpose Vehicle (=SPV) und den Variable Interest Entities (=VIE).<sup>16</sup> Nach früherer Gesetzgebung unterfielen VIEs dem CJV-Gesetz.

Bei den VIEs handelt es sich um nach chinesischem Recht gegründete Gesellschaften, die zwar im Eigentum eines chinesischen Inländers stehen, aber deren tatsächliche Kontrolle aufgrund verschiedener Vertragskonstruktionen durch ausländische Unternehmen ausgeübt wird.<sup>17</sup> Hintergrund für die Wahl dieses Gesellschaftsmodells ist, dass mit ihrer Hilfe ausländische Investoren in Bereiche investieren können, die aufgrund der Negativliste sonst nicht möglich wären.<sup>18</sup>

Für einen Einbezug unter das FIL könnte sprechen, dass bereits Bestimmungen aus früheren Entwürfen zum FIL mehr als einmal in nationales Recht überführt wurden.<sup>19</sup> Eine nachträgliche Erfassung zunächst nicht geregelter Sachverhalte wäre keine Seltenheit, sondern war in der chinesischen Gesetzgebung zu ausländischen Investitionen seit 1979 bereits mehrfach geschehen.<sup>20</sup> Ohne konkretisierende weitere Bestimmungen bleibt das „Ob und Wie“ im FIL offen. Da die VIEs jedoch erhebliche Finanzströme aus dem Ausland nach China bringen, ist von keiner Änderung des bisherigen Zustandes auszugehen.<sup>21</sup>

SPVs hingegen werden hauptsächlich von inländischen, chinesischen Investoren genutzt, um in Übersee Gelder zu sammeln und diese dann wieder in China anzulegen. Hierbei sollen steuerliche oder andere Vorteile für ausländische Investitionen erzielt werden.<sup>22</sup> Ob die SPV unter das FIL fallen sollen, ist noch unklar. Eine weitere Fragestellung, die sich aus dem neu formulierten § 2 FIL ergibt, ist, wer genau in Bezug auf natürliche Personen ausländische Investoren sind: Werden Chinesen, die später eine fremde Staatsangehörigkeit annehmen, als ausländisch eingestuft und wie verhält es sich mit ausländischen Staatsbürgern, die eine permanente Aufenthaltserlaubnis erhielten? In Bezug auf ausländische Unternehmen ist fraglich, ob für deren Einstufung die registrierte Unternehmensadresse maßgeblich ist oder ob sich dies nach dem Land der

Staatsbürgerschaft des Inhabers der tatsächlichen Kontrolle richten soll oder nach dessen Anschrift. Soll der Begriff „andere ausländische Organisationen“ auch ausländische Regierungen und internationale Organisationen beinhalten? Diese Fragen bleiben offen.

Die §§ 4 und 28 FIL normieren zum ersten Mal gesetzlich die sogenannte Inländerbehandlung und die für Investitionen geltenden Negativlisten: Nach § 4 Abs. 2 FIL bedeutet Inländerbehandlung, dass in der Phase der Zulassung der Investition durch einen ausländischen Investor eine Behandlung gewährt wird, die nicht unter der inländischer Investoren liegt; als Negativliste wird bezeichnet, dass der Staat bestimmt, dass in bestimmten Bereichen gegenüber ausländischen Investitionen besondere Steuerungsmaßnahmen bei der Zulassung durchgeführt werden. Die Negativliste wird nach § 4 Abs. 3 FIL vom Staatsrat verkündet. In § 4 Abs. 4 FIL ist zudem geregelt, dass vorteilhaftere Bestimmungen für die Behandlung von ausländischen Investitionen bei der Zulassung, die in internationalen Übereinkommen oder Abkommen enthalten sind, denen die VR China beigetreten ist oder die sie abgeschlossen hat, Vorrang nach den betreffenden Bestimmungen haben.

In diesem Zusammenhang ist auf das zwischen Deutschland und der VR China bestehende Abkommen über die Förderung und den gegenseitigen Schutz von Kapitalanlagen vom 3. August 2005 hinzuweisen. In diesem Abkommen sind nach dessen Artikel 2 Abs. 1 allerdings keine vorteilhafteren Bestimmungen i.S.d. § 4 Abs. 4 FIL vorgesehen. Auch im vorläufigen Text des neuen EU-China-Investitionsabkommen vom 22.01.2021 sind bis jetzt keine derartigen Regelungen enthalten.<sup>23</sup> § 4 Abs. 4 FIL ist aus diesen Gründen momentan nicht einschlägig. Nach § 28 Abs. 1 FIL ist es ausländischen Investoren verboten, in sogenannte verbotene Bereiche zu investieren, die in der Negativliste für den Zugang von ausländischen Investitionen<sup>24</sup> festgelegt sind. Für Bereiche, die durch die Negativliste limitiert sind, müssen die ausländischen Investoren die entsprechenden Investitionsvoraussetzungen der Negativliste erfüllen (§ 28 Abs. 2 FIL). Für Bereiche, die sich nicht auf der Negativliste befinden, soll der Grundsatz gelten, dass inländische Investitionen und ausländische Investitionen gleichbehandelt werden (§ 28 Abs. 3 FIL).

Das Konzept der Negativlisten besteht seit deren Erprobung in der Shanghai Free Trade Zone im Jahr 2013.<sup>25</sup> Die chinesischen Freihandelszonen sind Chinas Pilotprojekte. Nach dortigem Test und Bewährung werden sie dann in ganz China zur Anwendung

15 Qian, The New Foreign Investment Law in China, China Briefing Issue 185, Dezan Shira Associates, S. 7, Stand Juni 2019, [www.asiabriefing.com/store/book/new-foreign-investment-law-china.html](http://www.asiabriefing.com/store/book/new-foreign-investment-law-china.html) (Abrufdatum 08.04.2021).

16 Qian, a.a.O., S. 8.

17 Otten a.a.O., S. 123; ausführlich zu VIEs: Atzler/Schlender, ZChinR 2016, 91 ff.

18 Otten a.a.O., S. 123.

19 Vgl. Otten, a.a.O., S. 124.

20 Ausführlich hierzu: Otten, a.a.O., S. 124.

21 Vgl. Otten, a.a.O., S. 125.

22 Qian, a.a.O., S. 8.

23 Vgl. EU-Kommission, <https://trade.ec.europa.eu/doclib/press/index.cfm?id=2237>.

24 Gemeint sind die Special Administrative Measures on Access to Foreign Investment für das chinesische Staatsgebiet ohne chinesische Freihandelszonen und die Free Trade Zone Special Administrative Measures on Access to Foreign Investment (beide neu seit Juli 2020 als Version 2020 gültig).

25 Zhang, How to Use China's Negative Lists and Foreign Investment Encouraged Catalogue, China Briefing, Dezan Shira Associates, Stand 10.12.2019, [www.china-briefing.com/news/china-fdi-policy-negative-lists-encouraged-catalogues/](http://www.china-briefing.com/news/china-fdi-policy-negative-lists-encouraged-catalogues/) (Abrufdatum 17.04.2021).

gebracht. In den Freihandelszonen herrscht mehr Freizügigkeit für ausländische Investoren als in Gesamtchina. Im Zuge der Reformierung des FIL sollen jährlich neue, aktualisierte Negativlisten für ausländische Investoren veröffentlicht werden: eine für das gesamte Land und eine für die sogenannte Freihandelszone.<sup>26</sup>

Seit dem 23. Juli 2020 gelten die neuesten Negativlisten für ausländische Investoren.<sup>27</sup> Deren inhaltliche Zusammenstellung erfolgt durch die Nationale Kommission für Entwicklung und Reform<sup>28</sup> und das chinesische Handelsministerium in Beijing. Sie werden dann dem Staatsrat zur Genehmigung und Verkündung vorgelegt.<sup>29</sup> In bestimmten Bereichen werden Investitionen erleichtert – dies gerade dort, wo ein ausländischer Partner benötigt wird, wie zum Beispiel Hightech-Know-how, und in anderen Bereichen, wo dies nicht erforderlich ist, beschränkt, wie zum Beispiel im Medien- und Verlagswesen. Wenn die Bereiche beschränkt sind, dann kann dies weitere Anforderungen mit sich bringen wie zum Beispiel, dass chinesische Unternehmen oder Anteilseigner einen kontrollierenden Anteil haben oder andere bestimmte Anteile in Prozent erfüllen oder einen chinesischen Geschäftsführer haben müssen oder begrenzt sind auf Joint Venture und Kooperation. Hierbei sollen frühere Beschränkungen schrittweise abgebaut werden. Dies ist bereits seit vier Jahren der Fall. Vergleicht man zum Beispiel die Listen von 2018 und 2019 miteinander, so stellt man fest, dass diese in 2019 kürzer geworden sind, und in sieben Industriezweigen wird mehr Zugang gewährt als 2018.<sup>30</sup>

Von 2019 zu 2020 reduzierte die Free Trade Zone Liste<sup>31</sup> den eingeschränkten Bereich von 37 auf 30.<sup>32</sup> Vergleicht man die aktuellsten Negativlisten National (ohne Freihandelszonen) aus 2020 mit denen aus 2019, so sank der eingeschränkte Bereich von 40 auf 33. Vor allem im Finanzbereich gibt es seit 2020 gravierende Änderungen: Es gibt keine Beschränkungen mehr auf bestimmte Inhaberanteile für ausländisches Kapital. 2020 gilt als das Jahr der vollen Öffnung des chinesischen Finanzsektors.<sup>33</sup> Die Kontrolle der Kommunistischen Partei in bestimmten Bereichen nimmt ab, so zum Beispiel im Agrarbereich von 51 % auf 34%, was die Saatgutproduktion betrifft. Im Transportsektor ist es ausländischen Investoren nicht mehr verboten, in Luftverkehrskontrollsysteme zu investieren. Dies gilt auch für die Verarbeitung von radioaktivem Material oder die Herstellung von Kernbrennstoffen.<sup>34</sup> Verboten

sind als Beispiele weiterhin Investitionen in das Verlags- und Medienwesen, in Auktionshäuser, den TV-, Radio- und Kinosektor, in Internetchatdienste, den Abbau von seltenen Erden oder die Stammzellenforschung.

Interessant ist auch für den Rechtsbereich, dass ein ausländischer Investor nicht zum Partner einer inländischen Kanzlei ernannt werden darf. Ein deutscher Investor hat also zu überprüfen, ob seine Investition in einen der auf der Negativliste aufgelisteten Bereiche fällt. Findet er sich hier wieder, dann kann dies zu einem Verbot oder einer Einschränkung seiner Investition führen. Es ist ein bereits frühzeitiger Abgleich zu empfehlen, um bereits im Vorfeld zu überprüfen, ob Investitionen in einem bestimmten Bereich grundsätzlich möglich sind oder nicht. Ist die Durchführung von Genehmigungen für ausländische Investitionen nach §§ 29,30 FIL erforderlich, dann richtet sich dies nach den entsprechenden Bestimmungen. Für Investitionen in einem durch die Negativlisten eingeschränkten Bereich ist eine Genehmigung erforderlich.<sup>35</sup>

Aufgrund der jährlichen Aktualisierung der Negativlisten und damit verbundenen Änderungen sollten deutsche Investoren diese genau verfolgen. Ziel und Zweck der kodifizierten Gleichbehandlung ist nach der Erklärung zum FIL durch den Nationalen Volkskongress die Begünstigung einer qualitativ höheren Entwicklung des chinesischen Marktes durch Marktbedingungen, die der Transparenz, Vorhersehbarkeit und einem gerechten Wettbewerb unterliegen.<sup>36</sup> § 31 FIL setzt voraus, dass das geltende chinesische Gesellschaftsrecht bei ausländischen Investitionen beachtet wird, wie zum Beispiel das Gesellschaftsgesetz und das Partnerschaftsunternehmensgesetz der VR China. Auch auf die Einhaltung von Compliance-Pflichten wird in § 32 FIL hingewiesen: Wenn ausländisch investierte Unternehmen Produktions- und Betriebsaktivitäten vornehmen, sind die einschlägigen Bestimmungen der Gesetze und Verwaltungsvorschriften hinsichtlich Arbeitsschutz und Sozialversicherung einzuhalten, Angelegenheiten in Bezug auf Steuern, Buchführung, Devisen und weitere im Einklang mit den geltenden Normen zu beachten. Den Anweisungen der Aufsichtsbehörden ist Folge zu leisten.

Besonders relevant für deutsche Investoren, die im Rahmen von M&A in China aktiv werden wollen, ist § 33 FIL. Wie bereits in § 2 FIL dargelegt, sind nun M&A-Transaktionen vom Gesetz erfasst. § 33 FIL weist explizit auf die Einhaltung chinesischer kartellrechtlicher Vorgaben hin: Demzufolge unterliegen ausländische Investoren, die ein inländisches chinesisches Unternehmen mittels M&A erwerben oder die sich auf andere Weise an Zusammenschlüssen von Unternehmen beteiligen, der Fusionskontrolle gemäß dem

26 Lapehn, Allison, China's 2019 Negative Lists Translated, 1421 Consulting, Stand 22.07.2019, www.1421.consulting/2019/07/chinas-2019-negative-lists/ (Abrufdatum 17.04.2021).

27 Qian, siehe Fußnote 15.

28 Auf Englisch: National Development and Reform Commission, im Folgenden als NDRC abgekürzt.

29 Qian, siehe Fußnote 15.

30 Lapehn, a.a.O.; Wong, Wong, Dorcas, How to Read China's 2018 Negative List, China Briefing, Dezan Shira Associates, Stand 07.07.2018, www.china-briefing.com/news/how-to-read-chinas-2018-negative-list/ (Abrufdatum 17.04.2021).

31 Wird als FTZ abgekürzt.

32 Qian, siehe Fußnote 15.

33 Qian, China Briefing, 01.07.2020.

34 Vgl. Negativlisten 2020 für Gesamtchina ohne Freihandelszonen.

35 Zhang, siehe Fußnote 25.

36 Wang, siehe Fußnote 6.

Antimonopolgesetz der VR China.<sup>37</sup> Diese kann abhängig nach Beurteilung des jeweiligen Einzelfalles eine Beschränkung des Zugangs zum chinesischen Markt entfalten. Des Weiteren führt der chinesische Staat ein System zur Informationsmeldung für ausländische Investitionen in den §§ 34,37 FIL ein: Nach § 34 FIL müssen ausländische Investoren von ausländisch finanzierten Unternehmen die Informationen zu den Investitionen an die zuständigen Handelsbehörden über ein System zur Unternehmensregistrierung und ein Publizitätssystem für Unternehmenskreditinformationen übermitteln. Dies gilt ausnahmslos für alle ausländischen Investoren, unabhängig vom jeweiligen Wirtschafts- oder Industriebereich oder einer Sicherheitsrelevanz.<sup>38</sup> Eine Genehmigungserfordernis, wie es früher der Fall war, existiert nicht mehr. An deren Stelle treten die in § 34 FIL verankerten Berichtspflichten. Abs. 2 des § 34 FIL regelt, dass Inhalt und Umfang der Informationsmitteilungen sich nach dem Prinzip der tatsächlichen Notwendigkeit richten und dass diese nur einmal übermittelt werden sollen. Eine mehrfache Übermittlung von Informationen an verschiedene Behörden wird durch Abs. 2 ausgeschlossen.

Dies stellt eine gewisse Erleichterung für ausländisch investierte Unternehmen dar. Ungeklärt nach dem Wortlaut des Gesetzes bleibt, ob der Umfang an Berichtspflichten für ausländisch investierte Unternehmen größer als für inländische Unternehmen sein wird. Aufgrund der Inländerbehandlung sollte dies jedoch nicht der Fall sein. § 37 FIL regelt, dass ein Verstoß gegen diese Informationspflichten nach einer erfolglosen Frist zur Korrektur zu einem Bußgeld von 100.000 CNY bis zu 500.000 CNY führt. Außerdem schafft der chinesische Staat ein Sicherheitsüberprüfungssystem für ausländische Investitionen gemäß § 35 FIL: Bei ausländischen Investitionen, die die staatliche Sicherheit beeinträchtigen oder möglicherweise beeinträchtigen, wird eine Sicherheitsüberprüfung vorgenommen. Eine solche im Gesetzeseinklang vorgenommene Entscheidung in einer Sicherheitsüberprüfung stellt eine abschließende Entscheidung dar. Dies bedeutet, dass es keine Rechtsmittel gegen eine solche Entscheidung gibt.<sup>39</sup> Ein deutscher Investor sollte sich über diese Reichweite im Klaren sein.

§ 35 FIL stellt eine Ausnahme vom Gleichbehandlungsgrundsatz für in- und ausländische Investitionen dar. Er bezieht sich nur auf ausländische Investitionen. Die staatliche Sicherheitsprüfung kann den Zugang zum chinesischen Markt regulieren. Unklar ist jedoch, wie diese neue staatliche Sicherheitsprüfung mit bereits bestehenden gesetzlichen Regularien zur Sicherheitsüberprüfung in Einklang zu bringen ist, bezie-

ungsweise in welchem Verhältnis diese zueinander stehen sollen.<sup>40</sup>

Diese bereits bestehenden gesetzlichen Regelungen sollen hier im Folgenden kurz dargestellt werden: Es gibt mehrere gesetzliche Regelungen, die eine Staatsprüfung auslösen, so zum Beispiel § 31 Antimonopolgesetz. Dort wird festgelegt, dass bei ausländischen Übernahmen inländischer Unternehmen oder der Beteiligung an einem Unternehmenszusammenschluss auf andere Weise, bei der die Staatssicherheit betroffen ist, außer der gemäß den Bestimmungen dieses Gesetzes durchgeführten Unternehmenszusammenschlussprüfung auch eine Staatssicherheitsprüfung gemäß den betreffenden staatlichen Bestimmungen durchgeführt werden muss.

Relevanz besitzt zudem die Bekanntmachung Nr. 6 des Büros des Staatsrates über die Errichtung eines Systems zur Sicherheitsprüfung von ausländischen Investoren bei Fusionen und Übernahmen mit nationalen Unternehmen aus dem Jahr 2011.<sup>41</sup> Diese beinhaltet eine M&A-Sicherheitsüberprüfung. Sie erstreckt sich vor allem auf die folgenden Bereiche: Rüstungsindustrie und diese unterstützende Industrien, Unternehmen mit Bezug zu militärischen Einrichtungen und mit Bezug zur nationalen Sicherheit, wie zum Beispiel landwirtschaftliche Erzeugnisse, Energiesektor, Infrastruktur, Transportdienste und Schlüsseltechnologien. Inhaltlich werden bei der M&A-Sicherheitsprüfung die Auswirkungen der M&A-Transaktion auf die nationale Sicherheit (im Hinblick auf die Produktionskapazität für inländische Produkte, die inländische Dienstleistungskapazität, Ausrüstung und Einrichtungen für die nationale Verteidigung), auf das stabile Funktionieren der nationalen Wirtschaft, die Grundordnung des Lebens in der Gesellschaft und im Hinblick auf Schlüsseltechnologien der nationalen Sicherheit überprüft.

Es gibt folgende Tatbestände<sup>42</sup>:

1. Wenn ausländische Investoren das Eigenkapital eines chinesischen Unternehmens übernehmen oder sich an einer Kapitalerhöhung beteiligen, sodass das chinesische Unternehmen in ein ausländisch investiertes Unternehmen umgewandelt wird.
2. Wenn ausländische Investoren die Beteiligung eines chinesischen Anteilseigners an einem chinesischen Foreign Invested Enterprise<sup>43</sup> aufkaufen oder dessen Kapitalerhöhung zeichnen.

37 Zur Prüfung von Unternehmenszusammenschlüssen siehe 7. Kapitel, §§ 22 ff. chinesisches Antimonopolgesetz vom 30. August 2007.

38 Otten, a.a.O., S. 128.

39 Otten, a.a.O., S. 126.

40 Otten, a.a.O., S. 127.

41 Bekanntmachung Nr. 6 des Büros des Staatsrates über die Errichtung eines Systems zur Sicherheitsprüfung von ausländischen Investoren bei Fusionen und Übernahmen inländischer Unternehmen vom 03.02.2011, Originaltext in chinesischer Sprache unter: [www.gov.cn/zwqk/2011-02/12/content\\_1802467.htm](http://www.gov.cn/zwqk/2011-02/12/content_1802467.htm) (Abrufdatum 17.04.2021); Im Folgenden als BM Nr. 6 abgekürzt.

42 Verkürzt dargestellt und aus dem Chinesischen übersetzt.

43 Im Folgenden als FIE abgekürzt.

3. Wenn ausländische Investoren ein ausländisch investiertes Unternehmen gründen und über dieses indirekt das Vermögen eines chinesischen Unternehmens erwerben.
4. Wenn ausländische Investoren direkt die Vermögenswerte eines chinesischen Unternehmens erwerben, um damit ein ausländisch investiertes Unternehmen zu gründen.

Zudem wird der Begriff der tatsächlichen Kontrolle legaldefiniert. Tatsächliche Kontrolle durch einen ausländischen Investor bedeutet, dass der ausländische Investor durch Fusion oder Übernahme zum kontrollierenden Anteilseigner des inländischen Unternehmens wird. Dies ist bei den folgenden drei Tatbeständen der Fall:

1. Der ausländische Investor und seine beherrschende Muttergesellschaft oder Tochtergesellschaft halten nach der Fusion mehr als 50% der Gesamtanteile.
2. Mehrere ausländische Investoren beteiligen sich zusammen mit mehr als 50%.
3. Der ausländische Investor hält nach der Fusion zwar weniger als 50% der Anteile, hat aber aufgrund seiner Stimmrechte erheblichen Einfluss auf die Beschlüsse der Aktionärsversammlung, Hauptversammlung oder den Verwaltungsrat.
4. Andere Umstände, die dazu führen, dass die tatsächliche Kontrolle über die Geschäftsentscheidungen, die Finanzen, das Personal, die Technologie et cetera des inländischen Unternehmens auf den ausländischen Investor übertragen werden.

Es gibt einen bestimmten Verfahrensablauf für die Sicherheitsüberprüfung durch Fusionen. Ausländische Investoren müssen sich an das Handelsministerium wenden und einen Antrag stellen. Das Handelsministerium legt den Antrag innerhalb von fünf Arbeitstagen einer sogenannten Gemeinsamen Konferenz zur Sicherheitsüberprüfung vor. Diese Gemeinsame Konferenz besteht aus Vertretern des Staatsrates, des Handelsministeriums, einer Entwicklungs- und Reformkommission und verschiedener Wirtschaftsbereiche. Sie entscheidet, ob eine Sicherheitsüberprüfung für notwendig erachtet und durchgeführt wird. Sollten nationale Industrieverbände, Unternehmen derselben Branche, vor- oder nachgelagerte Unternehmen, aber auch zuständige Abteilungen des Staatsrates bei Fusion oder Erwerb von inländischen Unternehmen durch ausländische Investoren der Auffassung sein, dass eine Sicherheitsüberprüfung durchgeführt werden soll, so können sie sich an das Handelsministerium wenden und dort ein Gesuch einreichen. Die Gemeinsame Konferenz führt dann zunächst eine allgemeine Prüfung der vor-

gelegten Fusions- und Übernahmetransaktion durch. Eine Sonderprüfung wird für die Übernahmen und Fusionen vorgenommen, die die allgemeine Prüfung nicht bestehen. Die Gemeinsame Konferenz fordert die zuständigen Behörden auf, ihr innerhalb von fünf Arbeitstagen nach Eingang des Antrages des Handelsministeriums deren Meinungen zur Transaktion schriftlich zu übermitteln. Innerhalb von weiteren 20 Arbeitstagen kommt es zu einer Stellungnahme. Wenn die Auffassung besteht, dass die nationale Sicherheit nicht beeinträchtigt wird, dann wird keine Sonderprüfung durchgeführt, und innerhalb von weiteren fünf Tagen informiert die Gemeinsame Konferenz das Handelsministerium.

Besteht jedoch die Auffassung, dass es bei der M&A-Transaktion zu einer Beeinträchtigung der nationalen Sicherheit kommt, wird innerhalb von fünf Arbeitstagen eine Sonderprüfung eingeleitet. Im Rahmen dieser Sonderprüfung bewertet die Gemeinsame Konferenz anhand von Gutachten die Beeinträchtigung der nationalen Sicherheit. Sie fasst als Ergebnis einen Bericht und legt ihn dem Staatsrat zur Entscheidung vor.

Die Sonderprüfung ist innerhalb von 60 Arbeitstagen nach ihrer Einleitung abgeschlossen. Während des Verfahrens der Sicherheitsprüfung kann der Antragsteller Änderungen seines Transaktionsplans vorlegen oder den Antrag zurückziehen. Letzteres würde die Nichtdurchführung der M&A-Transaktion bedeuten. Das Handelsministerium informiert den Antragsteller schriftlich über den Ausgang der M&A-Sicherheitsprüfung. Wenn das Ergebnis der Prüfung eine tatsächliche oder wahrscheinliche Beeinträchtigung der nationalen Sicherheit feststellt, dann fordert die Gemeinsame Konferenz das Handelsministerium auf, die Transaktion zu beenden oder Maßnahmen zur Beseitigung der nationalen Beeinträchtigung der Sicherheit zu ergreifen (wie zum Beispiel Kapitalbeteiligungen oder Vermögenswerte entsprechend zu übertragen).

Diese Bekanntmachung gilt auch für Fusionen und Übernahmen in den Sonderverwaltungsregionen Hongkong, Macao und Taiwan. Das FIL wiederum ist wie unter 2.1 dargestellt nur auf das chinesische Staatsgebiet anzuwenden. Ob die BM Nr. 6 neben dem neuen FIL weiterhin anwendbar ist, bleibt noch offen. Eine schnelle Klärung, ob zum Beispiel die dargestellten Tatbestände für das Vorliegen von tatsächlicher Kontrolle weiterhin gelten sollen und ob das dargestellte Verfahren mit den Fristen bestehen bleibt, würde erheblich zur Rechtssicherheit beitragen.

Weiterhin gibt es den § 59 des chinesischen Staatssicherheitsgesetzes<sup>44</sup>, der festlegt, dass ausländische Investitionen im Bereich der Schlüssel- und Internet-

<sup>44</sup> Gesetz der Volksrepublik China über die nationale Sicherheit vom 1. Juli 2015.

technologien, aber auch in allen anderen die Staatsicherheit betreffenden Bereichen einer Sicherheitsprüfung zu unterziehen sind. Darüber hinaus ist § 35 des chinesischen Cybersicherheitsgesetzes zu beachten, der bestimmt, dass beim Kauf von Netzwerkprodukten oder Netzwerkdienstleistungen in Schlüsselbereichen der Infrastruktur eine staatliche Sicherheitsprüfung durch die staatlichen Internetbehörden und die entsprechenden Abteilungen des Staatsrats zu erfolgen hat.<sup>45</sup>

Insgesamt fehlt es bei § 35 FIL an der genauen Ausgestaltung der stattfindenden Sicherheitsprüfung. Es gibt keine Ausführungen zu den Zuständigkeiten, Abläufen und Fristen. Deutsche Investoren sollten jedoch unbedingt prüfen, ob ihre Investition in einen der dargestellten Bereiche fällt. In § 41 FIL existiert noch eine vorrangige Spezialregelung für ausländische Investitionen in die Finanz-, Bank, Wertpapier- und Versicherungsbranche und in Finanzmärkte wie den Wertpapier- und Devisenmarkt. Für den Fall, dass für diese genannten Bereiche abweichende Bestimmungen des chinesischen Staates existieren, haben diese Vorrang vor dem FIL.

### 2.3 Einschätzung zum FIL

Das FIL ist sehr allgemein und vage formuliert. Ohne die entscheidenden Durchführungsbestimmungen beziehungsweise Verwaltungsvorschriften und die existierenden Listen können dem Gesetz nur wenige konkrete Erfordernisse entnommen werden. Die offenen, auslegungsbedürftigen Gesetzesformulierungen sind durchaus charakteristisch in der chinesischen Gesetzgebung. Als ein Beispiel dient das im Jahr 2007 erlassene chinesische Antimonopolgesetz.<sup>46</sup> Der chinesische Gesetzgeber hat hier beabsichtigt, durch die ausgebliebene Konkretisierung im FIL ein dynamisches Regelwerk zu schaffen, um auf zukünftige wirtschaftliche Herausforderungen flexibel reagieren zu können.

Dies erklärt sich insbesondere vor dem Hintergrund, dass Gesetze in China bis zu ihrer Verabschiedung von umfangreichen Verfahrensvorschriften abhängig und an die Sitzungsperioden des Nationalen Volkskongresses gebunden sind.<sup>47</sup> Der Nationale Volkskongress als formell größtes Parlament mit circa 3.000 Abgeordneten tagt nur einmal jährlich gemäß Art. 61 der chinesischen Verfassung.<sup>48</sup> Ein starres Gesetz wäre hier nicht hilfreich, um auf Ereignisse situationsgerecht zu reagieren. Die vagen Formulierungen können durch konkretisierende Verwaltungsvorschriften ausgelegt werden.

Diese Verwaltungsvorschriften haben den Vorteil, dass sie durch den Staatsrat und nicht wie Gesetze durch

den Nationalen Volkskongress erlassen werden.<sup>49</sup> Das Handelsministerium untersteht dem Staatsrat und ist die fachlich kompetente Stelle, was Anpassungen durch Verwaltungsvorschriften zum FIL betrifft. Darüber hinaus können Verwaltungsvorschriften technisch viel einfacher als Gesetze erlassen werden: Es bedarf nur einer Anhörung und Überprüfung gemäß §§ 65 ff. des Gesetzgebungsgesetzes.<sup>50</sup> Im Gegensatz zu Gesetzen unterliegen Vorschriften keiner Gesetzeskontrolle: Ein Normenkontrollverfahren ist zwar gesetzlich vorgesehen, wird aber nicht praktiziert.<sup>51</sup> Eine verwaltungsrechtliche Feststellungsklage zur Überprüfung der Rechtmäßigkeit einer Verwaltungsrechtsnorm existiert nicht.<sup>52</sup>

Je nach Ausgestaltung der Verwaltungsvorschriften kann das Umfeld für ausländische Investitionen in China investitionsfreundlich oder weniger investitionsfreundlich ausgestaltet werden. Mit dem Erlass von Verwaltungsvorschriften kann relativ rasch auf Ereignisse reagiert werden.

Das FIL wurde sehr schnell verabschiedet.<sup>53</sup> Diese zügige Verabschiedung scheint im Zeichen des Handelskrieges erfolgt zu sein. Allerdings wurde es nicht aufgrund dessen verabschiedet, sondern ist das Ergebnis eines viele Jahre andauernden Ausarbeitungsprozesses, insbesondere mit mehreren Entwürfen seit 2015 bis zur endgültigen Verabschiedung.<sup>54</sup> Im FIL wurden Kritikpunkte der westlichen Mächte – insbesondere der EU und der USA – aufgenommen. Immer wieder kritisieren die EU und die USA die Notwendigkeit von Technologietransfers für einen chinesischen Marktzugang. Dies führte die EU bis zu einem Streitbeilegungsverfahren vor der WTO mit China.<sup>55</sup> Einen ausdrücklichen Bezug im Gesetz zum Handelskonflikt zwischen den USA und China gibt es nicht. § 22 FIL scheint jedoch geradezu als Reaktion auf die an China ausgeübte Kritik erlassen worden zu sein: Es wird den chinesischen Verwaltungsbehörden und ihren Mitarbeitern ausdrücklich untersagt, dass ein Technologietransfer gegenüber ausländischen Unternehmen erzwungen wird. § 22 FIL sieht den Schutz geistigen Eigentums ausländischer Investoren vor. Es wird zudem gesetzlich festgehalten, dass eine Verletzung von geistigen Eigentumsrechten eine rechtliche Haftung durch den chinesischen Staat nach sich zieht.

Ein Technologietransfer im Rahmen einer technologischen Kooperation soll unter den Aspekten der Freiwilligkeit und der Fairness erfolgen i.S.d. § 22 FIL. Zudem sollen chinesische Verwaltungsbehörden und ihre Mitarbeiter Geschäftsgeheimnisse nach § 23 FIL wahren und diese geheim halten. Dies klingt zunächst vielversprechend, lässt aber außer Acht, dass bei einem

45 Otten, a.a.O., S.127.

46 Masselli, Das Antimonopolgesetz der Volksrepublik China, ZChinR 2007, 259 ff. (277).

47 Vgl. Otten, a.a.O., S.129.

48 Verfassung der VR China vom 04.12.1982.

49 Otten, a.a.O., S. 129.

50 Gesetzgebungsgesetz der VR China vom 15.03.2000, revidiert am 15.03.2015.

51 Otten, a.a.O., S. 130.

52 Otten, a.a.O., S. 130.

53 Otten, a.a.O., S. 129.

54 Otten, a.a.O., S. 130.

55 Otten, a.a.O., S. 130.

Markteintritt dennoch aufgrund gesetzlicher Bestimmungen ein Technologietransfer erzwungen werden kann.

§ 22 FIL hält nur noch einmal fest, was bereits seit vielen Jahren in China Gesetz ist. Es handelt sich insofern um keine rechtliche Neuerung oder Änderung. Vielmehr beinhaltet § 22 FIL die Aussage, dass ausländisch investierte Unternehmen den gleichen Schutz wie inländisch-chinesische erfahren. Um § 22 FIL zu verstehen, muss man den Hintergrund der chinesischen Gesetzgebung im Zuge der Reform- und Öffnungspolitik Chinas seit den 90er Jahren bedenken. Damals gewährte die chinesische Regierung im Zuge der chinesischen Reform- und Öffnungspolitik seit Deng Xiaoping<sup>56</sup> ausländischen Unternehmen wirtschaftliche Anreize wie zum Beispiel Befreiung von verschiedenen Steuerzahlungen oder reduzierte Preise für den Grundstückserwerb, damit diese in China investierten. Im Zuge dessen sollten ausländische Unternehmen ihre Technologie transferieren, um China wirtschaftlich voranzubringen.<sup>57</sup> Es handelte sich um einen Vertrag, von dem beide Seiten profitieren sollten. Die von chinesischer Seite gewährten Anreize wurden seit dem Beitritt Chinas in die WTO immer weniger.<sup>58</sup>

Wenn nun ausländisch investierte Unternehmen denselben Schutz wie inländisch-chinesische haben, dann bedeutet das nur, dass es mittlerweile keine wirtschaftlichen Anreize mehr für ausländisch investierte Unternehmen gibt, wie es in der Vergangenheit der Fall war und im Laufe der Zeit immer weniger wurden. Außerdem besitzen Mitarbeiter chinesischer Verwaltungsbehörden keine Befugnisse für Zugeständnisse im Rahmen von Genehmigungen bei ausländischen Investitionsprojekten. Wer diesen Hintergrund nicht kennt, der könnte in dieser Bestimmung zunächst einen Vorteil für ausländische Investoren sehen, der aber de facto keiner ist.

Ein weiterer interessanter Aspekt ist, dass § 16 FIL nun für ausländisch investierte Unternehmen den Zugang zur öffentlichen Beschaffung im Sinne von öffentlicher Förderung schaffen soll. Nach alter Rechtslage durften bestimmte Unternehmen nur nationale Produkte verwenden.<sup>59</sup> Darüber hinaus sollten ausländische Investoren § 40 FIL im Auge behalten: Dieser besagt, dass wenn irgendein Staat oder eine Region (gemeint ist damit auch ein gemeinsamer Wirtschaftsraum wie die EU) im Bereich der Investitionen diskriminierende Verbote, Beschränkungen oder ähnliche Maßnahmen gegen die VR China anwendet, dann kann die VR China gegenüber diesem Staat oder dieser Region entspre-

chende handelspolitische Gegenmaßnahmen anwenden. Ein ausländischer Investor sollte daher über die Handelspolitik stets gut informiert und sich möglicher Komplikationen infolge dessen bewusst sein. Dies könnte im Ernst- und Einzelfall dazu führen, dass mögliche Vorteile aus dem FIL (sofern es solche geben sollte) oder Grundsätze wie die Inländergleichbehandlung nicht mehr gewährt werden.

Neu ist die Einführung eines Publizitätssystems für Unternehmenskreditinformationen in § 34 FIL. Im Gesetz selbst gibt es hierzu keine Hinweise, wie eine konkrete Ausgestaltung erfolgen soll. Laut Medienberichten in der westlichen Presse soll es sich hierbei um ein Äquivalent für Unternehmen – sowohl inländische als auch ausländische betreffend – zum bereits bestehenden chinesischen Sozialkreditsystem für Bürger handeln<sup>60</sup>. Dieses neue System sollte bis Ende 2020 in Kraft treten und bereits ab September 2020 erste Maßnahmen getroffen haben. Dieses System soll positive und negative Punkte für Unternehmen vergeben. Es soll eine Gewichtung erfolgen, die beurteilt, ob ein Unternehmen „vorbildlich und lobenswert“ seine Geschäfte tätigt oder ob ein Unternehmen sanktioniert wird. Der genaue Inhalt von Listenpunkten, die einen Vor- oder Nachteil für ein Unternehmen mit sich bringen, ist noch nicht genau definiert. Sie sollen durch eine Art Algorithmus kreiert werden.

Eine gute Bepunktung soll zu geringeren Steuersätzen, besseren Kreditbedingungen, einfacherem Marktzugang und mehr öffentlichen Beschaffungsmöglichkeiten führen. Eine geringere Bepunktung soll aufgrund von zum Beispiel Verstößen gegen Umweltvorschriften erfolgen, aber angeblich auch durch das Tätigen von Geschäften mit Zulieferern, die die chinesische Regierung als kritisch einstuft.

Es soll bereits feststehen, dass mindestens 30 Behörden in die Einstufung in das Bewertungssystem involviert sein werden. Die Einführung bringt einen erheblichen bürokratischen Aufwand mit sich. Schwierigkeiten sind bei der Einheitlichkeit der Datenerfassung und Auswertung zu befürchten. Es bleiben viele Fragen offen, wie zum Beispiel, ob es doch zu einer Bevorteilung von chinesischen Unternehmen kommen kann und ausländische Unternehmen das Nachsehen haben werden. Viele ausländische Unternehmen könnten an den sprachlichen Anforderungen scheitern. Sie könnten zu spät über Informationen verfügen und im Vergleich zu chinesischen Unternehmen zu spät neue Verordnungen entsprechend umsetzen<sup>61</sup>. Dies könnte bereits zu einer negativen Einstufung des ausländischen Unternehmens führen.

56 Chinesischer Politiker und Parteiführer von 1979 bis 1997, Reform- und Öffnungspolitik der VR China ab 1978.

57 Dickinson, China Law Blog, Dickinson, Steve, China's New Foreign Investment Law and Forced Technology Transfer: Same as it ever was, China Law Blog, Stand 21.03.2019, [www.chinalawblog.com/2019/03/chinas-new-foreign-investment-law-and-forced-technology-transfer-same-as-it-ever-was.html](http://www.chinalawblog.com/2019/03/chinas-new-foreign-investment-law-and-forced-technology-transfer-same-as-it-ever-was.html) (Abrufdatum 17.04.2021).

58 Dickinson, siehe Fußnote 57.

59 Dickinson, siehe Fußnote 57.

60 Wang, Tagesspiegel-Online vom 28.08.2019, Unternehmen in China werden bald noch strenger überwacht, [www.tagesspiegel.de/wirtschaft/algorithmen-sollen-firmen-kontrollieren-unternehmen-in-china-werden-bald-noch-strenger-ueberwacht/24949874.html](http://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/algorithmen-sollen-firmen-kontrollieren-unternehmen-in-china-werden-bald-noch-strenger-ueberwacht/24949874.html) (Abrufdatum 17.04.2021).

61 Wang, siehe Fußnote 60.

Ein solches Beurteilungssystem ist sehr kritisch zu sehen: Es steht im Widerspruch zum Verständnis eines frei agierenden Unternehmertums. Ausländische Unternehmen können mit dieser Einführung keine freien unternehmerischen Entscheidungen treffen, sondern müssen sich von den Vorgaben der chinesischen Regierung leiten lassen, wenn sie keine Nachteile erfahren möchten. Zudem wird ihr unternehmerisches Handeln komplett datenmäßig erfasst und bewertet. Es besteht keine Möglichkeit, einer solchen Datenerhebung zu widersprechen, wenn man in China als ausländisches Unternehmen tätig sein möchte. Es widerspricht unserer westlichen Vorstellung, nach der wir möglichst wenige persönliche Daten erfasst haben möchten. Auch wenn es „nur“ Unternehmen betrifft, so ist eine solche umfangreiche Datenerhebung und Beurteilung von Verhalten als eine große Einschränkung anzusehen. Es könnte ausländische Unternehmen von einem Markteintritt nach China abhalten.

Letztendlich muss ein ausländisches Unternehmen eine genaue Abwägung treffen, ob wirtschaftliche Gründe gegenüber Bedenken hinsichtlich der dargestellten Einschränkungen überwiegen. Die ausländischen Unternehmen müssen sich bewusst sein, dass eine freie Partizipation am chinesischen Markt nach westlichen Vorstellungen (wie zum Beispiel das Treffen von freien Unternehmensentscheidungen) nicht möglich sein wird. Die Bedingungen werden von der chinesischen Regierung diktiert. An diese haben sich alle Unternehmen zu halten (vgl. dargestellte Inländerbehandlung). Sie wurden bereits im Rahmen der Seidenstraße-Projekte eingeführt. Unternehmen von Bündnisländern, die Hilfsmaßnahmen für Infrastrukturprojekte beziehen, mussten sich diesem System bereits unterwerfen.<sup>62</sup> Die genaue Ausgestaltung für ausländische Unternehmen bleibt abzuwarten.

### 3. Listensystem der VR China für den Marktzugang

Eine Beschränkung des Marktzugangs für ausländische Investoren kann sich nur aufgrund der bestehenden Negativlisten und einer Sicherheitsprüfung ergeben. Im Folgenden sollen die verschiedenen von ausländischen Investoren zu beachtenden Listen dargestellt werden.

#### 3.1 Negativlisten

Es gibt zwei Arten von Negativlisten: zum einen die, die ausschließlich für ausländische Investoren in §§ 4, 28 FIL genannt sind und bereits oben dargestellt wurden, und eine weitere, die sowohl für inländische als auch ausländische gilt, die sogenannte Negativliste für den Marktzugang<sup>63</sup>. Sie wurde zuletzt am 24. Oktober

2019 von NDRC und MOFCOM aktualisiert. Auch sie enthält die beiden Kategorien: eingeschränkter und verbotener Bereich. Deutsche Investoren haben also beide zu beachten. Bereiche, die sich dort nicht wiederfinden, gelten als „erlaubt“. Dies bedeutet, dass sowohl inländische als auch ausländische Investoren auf gleichberechtigte Art und Weise Investitionen tätigen können. Hierfür ist dann im Gegensatz zum eingeschränkten Bereich keine Genehmigung erforderlich. Es gibt dort 131 aufgelistete Bereiche. Hiervon sind 126 eingeschränkt und 5 verboten.

#### 3.2 Katalog als Leitfaden zur Restrukturierung der Industrie

Am 6.11.2019 veröffentlichte die chinesische NDRC den Katalog als Leitfaden zur Restrukturierung der Industrie<sup>64</sup>, der zum 1.1.2020 in Kraft trat. Dieser Katalog dient als wichtige Grundlage für die Ausrichtung sowohl in- als auch ausländischer Investitionen, aber auch als Orientierungshilfe für Regierungsbehörden bei der Verwaltung von lokalen Investitionsprojekten und bei der Formulierung von politischen Konzepten zu Steuern, Abgaben, Krediten und Import sowie Export.

Das Ziel ist es, die chinesische Industriestruktur zu modernisieren und Chinas Wirtschaft von einem schnellen Wachstum in den letzten Jahren zu einer Industrie von höchster Qualität zu führen. Hier strebt China größere Investitionen in Hightech-Industrien an, die China in der globalen Wertschöpfungskette nach oben bringen sollen. Industrien, die als rückständig eingestuft wurden und eine starke Umweltverschmutzung mit sich bringen, sollen auslaufen. Der Katalog beinhaltet drei Industrie- beziehungsweise Wirtschaftskategorien: Geförderte, beschränkte und veraltete Industrien.

Geförderte Industrie bezieht sich auf fortgeschrittene Technologien, Branchen und Produkte, die eine wichtige Rolle bei der Förderung einer qualitativ hochwertigen wirtschaftlichen und sozialen Entwicklung spielen und gefördert werden müssen.

Beschränkte Industrie bezieht sich auf rückständige Technologien und Produkte, die reformiert werden sollen.

Veraltete Industrien bezieht sich auf rückständige Technologien und Produkte, die nicht mehr den Gesetzen entsprechen, nicht die Bedingungen für eine sichere Produktion erfüllen, Ressourcen ernsthaft verschwenden, die Umwelt verschmutzen und aus dem Verkehr gezogen werden sollen.

<sup>62</sup> Wang, siehe Fußnote 60.

<sup>63</sup> Auf Englisch: The Negative List for Market Access-2019.

<sup>64</sup> Auf Englisch: Catalogue for Guiding Industry Restructuring, im Folgenden als CGIR abgekürzt.

Dies müssen deutsche Investoren bei ihren Investitionen berücksichtigen. In der eingeschränkten Industrie sind neue Projekte verboten, und die laufende Produktion wird auf Innovation und Modernisierung innerhalb eines bestimmten Zeitraums ausgerichtet. Bei den veralteten Industrien werden bestehende Projekte von der Suche nach Investitionen ausgeschlossen und schrittweise eingestellt. Die Regeln gelten sowohl für inländische als auch ausländische Investitionen in China.

Deutsche Investoren sollten auf jeden Fall sicherstellen, dass sie nicht in eine als veraltete kategorisierte Industrie investieren. In der Fassung 2019 sind insgesamt 48 Industriezweige mit insgesamt 1.477 einzelnen Industrieposten aufgelistet. Auf die geförderte Industrie fallen 821, auf die beschränkte 215 und auf die veralteten Industrien 441 Posten. Im Vergleich zur Vorgängerfassung wurden mehr als 50%, das heißt 822 Posten überarbeitet. Neu in die geförderte Industrie aufgenommen wurden unter anderem die Branchen künstliche Intelligenz, Computer-Cloud-Dienstleistungen, Alten- und Kinderbetreuung sowie Krankendienstleistungen, aus der beschränkten Industrie wurde der Brandschutzsektor ausgenommen und in der veralteten Industrie wurde der Bergbau aufgenommen.<sup>65</sup>

### 3.3 Katalog zur Ermutigung ausländischer Investitionen

Dieser Katalog<sup>66</sup> ist speziell für ausländische Investoren erlassen. Der momentan noch geltende datiert auf den 30. Juli 2019. Der neue Katalog kann jederzeit erscheinen. Hier werden Industrien und Wirtschaftsbereiche aufgelistet, in denen ausländische Investitionen willkommen sind und in denen diese bevorzugte Behandlung von den zuständigen örtlichen Behörden bekommen können, wie zum Beispiel steuerliche Anreize, schnellere Verfahren bei der Umsetzung und ermäßigte Grundstückspreise. Der FIEC beinhaltet zwei Sub-Kategorien: eine für ganz China und eine, die auf 22 Provinzen in den zentralen und westlichen Regionen Chinas anwendbar ist.

## 4. Bisher wichtigste erlassene Durchführungsbestimmungen zum FIL

Im Folgenden sollen die Inhalte der bisher wichtigsten erlassenen Durchführungs- beziehungsweise Ausführungsbestimmungen dargestellt und ihr wesentlicher Inhalt zusammengefasst werden. Sie sind alle seit dem 1. Januar 2020 wirksam.

### 4.1 Ausführungsbestimmungen zum Gesetz über ausländische Investitionen der Volksrepublik China – Staatsratsverordnung Nr. 723 vom 12.12.2019<sup>67</sup>

Die Unterteilung der Kapitel stimmt mit der des FIL überein. Es erfolgen Klarstellungen zu einigen Gesetzesformulierungen im FIL. Der Grundsatz der Inländergleichbehandlung wird erneut mehrfach betont. Die lokalen Behörden nehmen eine wichtige Funktion ein: Nach Art. 5 sollen sie wichtige Fragen und Probleme bei der Förderung, dem Schutz und der Verwaltung ausländischer Investitionen einnehmen.

Die VO liest sich wie ein Handbuch für die lokalen Behörden. Beinahe durchgehend werden in der VO die Aufgaben der lokalen Behörden definiert beziehungsweise Anweisungen an diese erteilt, wie diese bei der Umsetzung des FIL vorzugehen haben. Sie beinhaltet auch Zuständigkeiten für bestimmte Aufgaben der Behörden, wie zum Beispiel in Art. 37. Art. 9 sieht die Erstellung einer chinesischen Online-Plattform als Anlaufstelle und Informationsdatenbank für ausländisch investierte Unternehmen und Beratungsdienstleistungen seitens der Behörden bei Fragen der ausländisch investierten Unternehmen vor. Zudem sollen sie Arbeitsleitfäden, Unternehmensstandards, Richtlinien et cetera für ausländische Investitionen gemäß Art. 20 der VO formulieren. Art. 11 der VO sieht die Formulierung eines Kataloges für Industriezweige vor, in denen ausländische Investitionen gefördert und gelenkt werden. Diese geförderten Listen sollen mit den nationalen chinesischen wirtschaftlichen und sozialen Entwicklungsbedürfnissen übereinstimmen.

### 4.2 Runderlass Nr. 2 des chinesischen Handelsministeriums zu Maßnahmen zur Meldung von Informationen über ausländische Investitionen vom 31.12.2019<sup>68</sup>

Sobald ein ausländischer Investor direkt oder indirekt Investitionen in China vornimmt, entstehen für diesen oder das ausländisch investierte Unternehmen Meldebeziehungsweise Berichtspflichten beim Handelsministerium nach Art. 2. Der RE regelt den genauen Ablauf für die Berichtspflichten und erläutert den bereits unter 2.2 dargestellten § 34 FIL hinsichtlich der Melde- und Berichtspflichten. Das Handelsministerium ist für die Koordinierung und Leitung des landesweiten Meldewesens für ausländische Investitionen gemäß Art. 3 Abs. 1 zuständig.

Die jeweiligen lokalen Provinzregierungen sind nach Art. 3 Abs. 2 für das Meldewesen in ihren jeweiligen Bereichen zuständig. Innerhalb des Handelsministeriums ist die Abteilung für Marktaufsicht für die Erfas-

<sup>65</sup> Zhang, China's 2019 Catalogue for Guiding Industry Restructuring, China Briefing, Dezan Shira Associates, Stand 26.11.2019, [www.china-briefing.com/news/chinas-2019-catalogue-guiding-industry-restructuring/](http://www.china-briefing.com/news/chinas-2019-catalogue-guiding-industry-restructuring/) (Abrufdatum 17.04.2021).

<sup>66</sup> Auf Englisch: Foreign-Investment Encouraged Catalogue, im Folgenden als FIEC abgekürzt.

<sup>67</sup> Im Folgenden als VO abgekürzt.

<sup>68</sup> Im Folgenden als RE abgekürzt.

sung der Informationen zuständig (Art.4), sie leitet auch die Koordinierung und den Aufbau des nationalen Unternehmensregistrierungssystems und des nationalen Systems zur Offenlegung von Kreditinformationen über Unternehmen nach Art. 5. Kapitel II des RE beschreibt Inhalt und Art der Berichterstattung: welche Arten von Berichten eingereicht werden müssen, wie zum Beispiel Erst-, Änderungs-, Annullierungs- und Jahresberichte, welche Fristen beachtet werden müssen, wie zum Beispiel für Jahresberichte in Art. 14 für das vorangegangene Jahr vom 1. Januar bis 30. Juni eines jeden Jahres.

Art. 10 sieht vor, dass bei Vorlage des Erstberichts grundlegende Informationen über das Unternehmen, den tatsächlich Berechtigten und Informationen über den Investor und das Investitionsgeschäft über die neuen Unternehmensregistrierungssysteme für ausländische Investitionen einzureichen sind.

In Kapitel III wird beschrieben, wie der Informationsaustausch zu erfolgen hat, welche Informationen veröffentlicht und wie Korrekturen vorgenommen werden. Kapitel IV regelt Aufsicht und Verwaltung und Kapitel V die gesetzliche Haftung mit Tatbeständen, die Geldstrafen und weitere Maßnahmen vorsehen. Ob diese Berichtspflichten für ausländisch investierte Unternehmen einen Mehraufwand im Vergleich zu inländischen, chinesischen Berichtspflichten darstellen, kann an dieser Stelle nicht beurteilt werden. Jedenfalls konkretisieren sie die Gesetzesvorschrift des FIL hinreichend und dienen dem ausländischen Investor als Leitfaden.

#### **4.3 Bekanntmachung Nr. 62 des Handelsministeriums zu Fragen im Zusammenhang mit der Informationsberichterstattung über ausländische Investitionen vom 31.12.2019<sup>69</sup>**

Sie hält noch einmal fest, dass Erst- und Änderungsberichte online in das Unternehmensregistrierungssystem eingetragen werden müssen und Jahresberichte online in das Offenlegungssystem für Firmenkreditinformationen. Zudem erläutert die BM die Vornahme von Änderungen und Korrekturen mit Fristenangaben.

An der BM sind zwei Formulare in chinesischer Sprache angehängt: 1. Formular für Erstbericht- und Änderungsberichterstattung; 2. Formular für Jahresberichterstattung über ausländische Investitionen.

Diese müssen deutsche Investoren entsprechend korrekt und vollständig ausfüllen. Da die Formulare – zumindest bis jetzt – nur in chinesischer Sprache zur Verfügung stehen, sollte hierbei die Unterstützung durch einen entsprechend qualifizierten chinesischen

Rechtsanwalt oder Übersetzer erfolgen. Die Formulare enthalten keine ungewöhnlichen Fragen, sondern Fragen allgemeiner Art zum investierenden ausländischen Unternehmen, wie unter anderem zu gesellschaftsrechtlichen Angaben, Standorten im Ausland, Umsätzen, gesetzlichen Vertretern, dem geplanten Auslandsinvestitionsprojekt (zum Beispiel geplanter Start und Ende, geplante Umsätze, Infos zu den Investitionen, verantwortliche Personen für die Umsetzung in China mit Angaben zu deren Anschriften, Kontaktnummern etc.), tatsächliche Kontrolle über andere Unternehmen.

#### **4.4 Auslegung des Obersten Volksgerichts zu mehreren Fragen der Anwendung des Gesetzes der VR China über ausländische Investitionen vom 27.12.2019<sup>70</sup>**

Diese Auslegung ist bei vertraglichen Investitionsstreitigkeiten anzuwenden, in die ausländische Investoren als Vertragspartei involviert sind. Die vertraglichen Streitigkeiten können sich nach Art. 1 aufgrund von Schenkung, Vermögensteilung, Unternehmensfusion oder Unternehmenstrennung ergeben.

Sinngemäß gelten Investitionsverträge als unwirksam, die als Vertragsinhalt eine Investition in Bereiche vorsehen, die nach den Bestimmungen der Negativliste für ausländische Investitionen verboten sind.

Investitionsverträge können als wirksam erachtet werden, wenn Anpassungen der Negativliste dazu führen, dass ausländische Investitionen in bestimmte Bereiche nicht mehr verboten sind gemäß Art. 5. Dies muss jedoch vor Erlass eines Gerichtsurteils geschehen.

Investitionsverträge in verbotene Bereiche werden als nichtig erachtet nach Art. 3. Nach Art. 6 können sich die Volksgerichte auf diese Auslegung berufen, wenn sie Fälle verhandeln, in denen es um Streitigkeiten im Zusammenhang mit ausländischen Investitionen geht. Diese Auslegung des Obersten Volksgerichts hat Vorrang im Falle von widersprüchlichen gerichtlichen Entscheidungen.

### **5. Zusammenfassung**

Die dargestellten Listen zeigen einem deutschen Investor auf, in welche Bereiche es sich lohnen kann zu investieren. Da diese sich jährlich ändern können, kann es dazu kommen, dass Investitionen in Bereiche zunächst in dem einen Jahr verboten waren, aber im darauffolgenden beispielsweise eingeschränkt möglich sind. Ein Investor sollte sich daher den Zeitpunkt seines Markteintritts genau überlegen. Der Leitfaden zur Restrukturierung der Industrie und der Katalog zur Ermutigung ausländischer Investitionen zeigen auf, in

69 Im Folgenden als BM abgekürzt.

70 Auf Chinesisch zu finden unter: [www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-212921.html](http://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-212921.html) (Abrufdatum 05.05.2021)

welche Bereiche sich Investitionen lohnen können. Insgesamt kommt es jährlich zu einer weiteren Öffnung des Landes für ausländische Investitionen. Dies ist für China als ein Fortschritt anzusehen, wenn man diese seit der Zeit seiner Reform und Öffnung im Jahr 1978 betrachtet: Man hat sich seitdem insgesamt von einer starken Regulierung zu immer weiteren Öffnungen leiten lassen.

§ 34 FIL wird hinsichtlich der Berichtspflichten durch die Durchführungsbestimmungen hinreichend konkretisiert. Sie helfen bei der Auslegung und Anwendung des FIL weiter. Es ist davon auszugehen, dass mit der Zeit noch weitere Durchführungsbestimmungen zum FIL erlassen werden. Eine Datenerfassung hinsichtlich des dargestellten Sozialkreditsystems erfolgt hier noch nicht. Hier ist insbesondere im Rahmen der dargestellten Sicherheitsprüfung in § 35 FIL mit Klarstellungen in Form von Durchführungsbestimmungen zu rechnen, die sich auf das Verhältnis zu den bislang bestehenden Normen beziehen. Dies betrifft insbesondere die dargestellte BM Nr. 6, die bislang auf M&A-Transaktionen Anwendung fand.

Bei der BM Nr. 6 handelt es sich um eine konkretisierende Verwaltungsvorschrift, die durch den Staatsrat erlassen wurde. Sie kann aus diesem Grund schnell abgeändert oder durch eine neue konkretisierende Verwaltungsvorschrift des Staatsrates aufgehoben werden. Darüber hinaus macht das Oberste Volksgericht mit seiner Auslegung klare Vorgaben, wie Verstöße gegen die Negativliste auf vertraglicher Seite seitens der Rechtsprechung gehandhabt werden. Dies gibt eine gewisse Rechtssicherheit für ausländische Investoren. ■



**Gracia Holzwarth** arbeitet als Volljuristin in der Legal & Compliance-Abteilung der ICBC Frankfurt. Sie hat an der Nanjing University chinesisches Recht und chinesische Sprache studiert. An der Frankfurt School of Finance & Management absolvierte sie ihren LLM in Mergers & Acquisitions. [gracia.holzwarth@icbc-ffm.de](mailto:gracia.holzwarth@icbc-ffm.de)

ANZEIGE

## Paris – Home of Fusions & Acquisitions

**FUSIONS & ACQUISITIONS**  
La première revue des rapprochements d'entreprises

<https://fusions-acquisitions.info>



Foto: © Netfalls – stock.adobe.com

# Erfolgreiche Akquisitionen: Die ersten 100 Tage sind entscheidend

Max H.-H. Schaber, Vorstandsvorsitzender & Peter Schneck, Vorstand DATAGROUP SE

► Seit dem Börsengang 2006 hat der IT-Dienstleister DATAGROUP bereits 25 Unternehmen akquiriert und erfolgreich in den Gesamtkonzern eingegliedert. Diese Form des anorganischen Wachstums ist fester Bestandteil der Unternehmensstrategie. Um dieses Wachstum nachhaltig zu gestalten, hat DATAGROUP den Leitfaden „100 Tage DATAGROUP“ entwickelt, ein Vorgehensmodell und Qualitätssicherungsinstrument, auf dessen Basis Akquisitionen strukturiert und gleichzeitig mit genug Freiraum für individuelle Anpassungen eingegliedert werden können.

Nach der Due-Diligence-Phase und der Unterzeichnung des Kaufvertrages geht die eigentliche Arbeit bei einer Akquisition erst richtig los. Es gilt, das neue Unternehmen so in die neue Umgebung einzugliedern, dass es langfristig erfolgreich sein kann. Dass gerade diese Phase tückisch sein kann und von größter Bedeutung ist, beweisen zahlreiche gescheiterte Unternehmensfusionen. Meistert man diese Phase jedoch, können Unternehmen mehrfach profitieren: von hohem anorganischem Wachstum, der Erschließung neuer Kundensektoren und dem Gewinn und vor allem Halten von Fachexpertise.

In den Leitfaden „100 Tage DATAGROUP“ ist die Erfahrung aus vielen Akquisitionen eingeflossen, und er liefert ein standardisiertes und gleichzeitig anpassbares Vorgehensmodell. Dieses ist in zwei Teile gegliedert: Standardisierung von Prozessen sowie Führung und Kommunikation. Im Fokus steht immer, die Stärken der akquirierten Unternehmen zu erhalten und weiter auszubauen sowie gleichzeitig von den Möglichkeiten zu profitieren, die die Standardisierung einzelner Bereiche bietet, und dadurch Synergien zu erzeugen.

## 1. Strukturierte Vorgehensweise

Der Leitfaden bietet eine Hilfestellung, um eine strukturierte Eingliederung sicherzustellen. Hierfür wird jede Eingliederung wie ein Projekt aufgesetzt. Der Leitfaden

bietet allen Beteiligten Übersicht und Transparenz über die anstehenden Schritte und, über entsprechende Tools wie Anleitungen oder Checklisten, die notwendigen Instrumente für eine erfolgreiche operative Umsetzung.

In DATAGROUPs Erfahrung verläuft jedes Projekt in drei Phasen:

1. Vorbereitungsphase  
In dieser Phase wird das auf das einzugliedernde Unternehmen angepasste Eingliederungskonzept mitsamt Meilensteinen definiert, die Verantwortlichen in Tochterunternehmen und Muttergesellschaft festgelegt und es kommt zu einem Kick-off Meeting.
2. Durchführungsphase  
Hier geht es an die Abarbeitung der Eingliederungsprozesse. Begleitet werden diese von regelmäßigen Statusmeetings und Reportings.
3. Nachbereitungsphase  
In dieser Phase wird das Projekt analysiert, Feedback in einem Meeting eingeholt und ein Fazit zu der Eingliederung gezogen. Mit den Erfahrungen aus dieser Eingliederung werden der Leitfaden oder einzelne Instrumente überarbeitet und angepasst.

Zu jeder Phase bietet der Leitfaden die entsprechende Unterstützung, und in ihn wiederum fließen alle Erfahrungen aus vergangenen Eingliederungen ein. Er zählt damit auf die von DATAGROUP identifizierten drei zentralen Erfolgsfaktoren bei Unternehmensakquisitionen ein:

1. Zentrale Koordination  
Diese stellt sicher, dass das Vorgehen systematisch und effektiv ist und die notwendigen Abstimmungen sowie Zeitpläne eingehalten werden. Der zentrale Koordinator ist Controller und Treiber zugleich.

2. Systematische Vorgehensweise  
Definierte Eingliederungsprozesse und definierte Unterstützungstools sorgen für Klarheit sowie ein wirksames und wirtschaftliches Vorgehen.
3. Transparenz über den Eingliederungsprozess  
Durch die Nutzung von Tools zur Erfassung der verschiedenen Verantwortlichkeiten und Fortschritte im Rahmen der Eingliederungsprozesse wird Transparenz geschaffen und allen Beteiligten der notwendige Überblick über den aktuellen Status und die nächsten Schritte gewährt.

## 2. Eingliederung statt Integration

Es ist entscheidend, neben den rein praktischen Punkten wie der Zentralisierung von Prozessen die Kommunikation nicht zu vergessen, denn eine frühzeitige, wertschätzende Kommunikation ist entscheidend für den langfristigen Erfolg einer Akquisition.

DATAGROUP spricht deshalb bewusst nicht von der Integration, sondern von der Eingliederung neuer Unternehmen. Denn der IT-Dienstleister verfolgt nicht das Ziel, möglichst schnell und möglichst vollständig alle Prozesse, Strukturen und die Unternehmenskultur zu fusionieren. Im Gegenteil, das neue Tochterunternehmen bleibt als eigenständige Einheit innerhalb von DATAGROUP bestehen. Diese Vorgehensweise hat sich bewährt. Zum einen bleibt für Mitarbeiter und Kunden das bekannte Unternehmen als Ansprechpartner und Bezugsgröße bestehen. Zum anderen wird der Punkt Kultur bei Unternehmensübernahmen oft auch unterschätzt. Eine schnelle Auflösung eines akquirierten Unternehmens mit der damit verbundenen Erwartung, in der Kultur des neuen Konstruktes aufzugehen, kann sehr schnell zu Widerständen und Kulturkämpfen innerhalb der Belegschaft führen. Das wiederum bremst die Innovationskraft und verhindert ein gemeinsames Voranschreiten. Außerdem besteht immer die Gefahr, die neu hinzugewonnenen Fachkräfte und ihr Wissen aufgrund dieser weichen, aber so entscheidenden Faktoren zu verlieren. Gerade in einer Branche wie der IT, in der Fachkräfte händierend gesucht werden, wäre das ein großes Problem.

DATAGROUP verfolgt deshalb gezielt einen zentral-dezentralen Ansatz. Bestimmte Prozesse werden zentralisiert, um Synergieeffekte zu nutzen. Außerdem treten alle Unternehmensteile unter einer gemeinsamen Marke mit einem gemeinschaftlichen Lösungsportfolio und gemeinsamen Zielen am Markt auf. Das sorgt für Schlagkraft und eine bessere Wahrnehmung am Markt. Gleichzeitig belässt DATAGROUP vieles dezentral, so dass individuelle Kundenansprache auf Augenhöhe möglich ist und auch regionale Gegebenheiten berücksichtigt sowie die vertrauten Ansprechpartner und Kommunikationsprozesse beibehalten werden können.

Auch für die Mitarbeiter bleiben so gewohnte Bezugsgrößen bestehen, und es kann individuell auf die lokalen Aspekte eingegangen werden, zum Beispiel wenn eine Gesellschaft eher im Projektgeschäft tätig ist oder primär vor Ort bei den Kunden.

## 3. Standardisierung von Prozessen

Es gilt daher genau abzuwägen, welche Strukturen und Prozesse zentralisiert werden und welche nicht. Insgesamt hat DATAGROUP sieben Prozesse identifiziert, die hohes Standardisierungs- und damit Synergiepotenzial haben und daher von der Zentralisierung profitieren: Planungs- und Steuerungstools, Rechnungswesen, Leistungsdokumentation, IT-Infrastruktur, Beschaffung, Personal und Marketing.

Der Leitfaden geht auf jeden dieser Punkte ein und bietet über konkrete Hilfsmittel wie zum Beispiel Checklisten eine strukturierte Vorgehensweise zur operativen Standardisierung dieser Prozesse. Diese Vorgehensweise ist daher von Vorteil, da so ein einheitliches, klares Vorgehen sichergestellt werden kann, bei dem jede neue Akquisition auf der Erfahrung aus den vorherigen fußt und nichts Erfolgskritisches übersehen wird.

Dabei werden diese Prozesse nicht standardmäßig 1:1 über neue Akquisitionen gestülpt, sondern flexibel an die jeweilige Situation angepasst. So übernimmt DATAGROUP zum Beispiel sowohl im Buy-and-Build erfolgreiche Unternehmen und baut sie weiter aus als auch im Buy-and-Turnaround zum Beispiel finanziell angeschlagene Unternehmen. Es ist daher wichtig, nicht starr an Strukturen festzuhalten, sondern sich jede Akquisition individuell anzusehen und die vorhandenen Modelle entsprechend anzupassen. So kann im Falle eines finanziell angeschlagenen Unternehmens eine schnelle Zentralisierung von Prozessen rasch Hilfestellung geben und die angeschlagenen Ressourcen entlasten. Bei erfolgreichen Unternehmenstöchtern kann es sich jedoch in individuellen Fällen anbieten, Prozesse dezentral zu belassen, die eigentlich zentralisiert werden könnten, zum Beispiel wenn eingespielte Strukturen effizienter sind als aufwendige Zentralisierungen.

Der Leitfaden stellt außerdem für das Management Informationen und Instrumente zur Steuerung des Eingliederungsprozesses bereit. Zum Beispiel gehört zu jedem zu zentralisierenden Prozess ein klar definierter Zeitplan mit eindeutig überprüfbareren Meilensteinen. Dazu kommen Berichtsformate, die die Abstimmung zwischen dem lokalen Management in der Tochtergesellschaft und dem Vorstand in der Muttergesellschaft vereinfachen. So haben beide jederzeit einen umfassenden Überblick über den aktuellen Status. Bei Problemen oder Verzögerungen kann so schnell eingegriffen werden.

#### 4. Transformation der IT: Carve-out und Merge

Ein entscheidender Bereich, bei dem Zentralisierung wichtig ist, ist die IT. Handelt es sich um einen Carve-out, also eine Herauslösung eines Unternehmensteils aus einem anderen Unternehmen, so bedeutet das auch, dass sich das Unternehmen aus der bisher verwendeten IT-Infrastruktur herauslöst. Hier gilt es, das neue Tochterunternehmen so schnell wie möglich in die vorhandene IT-Infrastruktur aufzugleisen. Damit verbunden sind Datenmigrationen aus dem ehemaligen Mutterunternehmen und die Anpassung von Prozessen und IT-Systemen an die neue Muttergesellschaft.

Wenn akquirierte Unternehmen hingegen eine eigene IT-Infrastruktur mitbringen, gilt es diese optimal mit der des restlichen Unternehmens zu verknüpfen. Das bedeutet, Tools wo möglich zu zentralisieren, um Größenvorteile zu nutzen und die Kosten zu senken. Es gilt auch, wo immer nötig, die notwendigen Schnittstellen zu schaffen, um einen reibungslosen Informationsaustausch zwischen den Systemen der Tochter und denen der Mutter sicherzustellen. Außerdem müssen die richtigen Prozesse geschaffen werden, um unternehmensübergreifende Arbeitsprozesse sicherzustellen. Das gilt zum Beispiel im Bereich Sicherheitsrichtlinien, bei Berechtigungsstrukturen oder auch Datenmigrationen. Bei DATAGROUP wird der IT-Support zentral erbracht. Damit das gelingt, müssen jedoch die zugrundeliegenden technischen Voraussetzungen für einheitliche Arbeitsprozesse geschaffen werden, damit nicht in 30 verschiedenen Gesellschaften für ein und denselben Prozess, wie zum Beispiel Berechtigungsstrukturen, unterschiedliche Prozesse gelten.

Eine schlecht verknüpfte IT-Infrastruktur führt schnell zu Produktivitätseinbußen, aufwendigen Workarounds zum Beispiel durch manuelle Arbeitsschritte, Fehleranfälligkeit und sogar Sicherheitslücken. Als IT-Dienstleister, der diesen Service auch für Kunden erbringt, ist DATAGROUP hier im Vorteil und kennt die zahlreichen Tücken und Herausforderungen, die bei solchen Systemverschmelzungen zu erwarten sind. Die persönliche Erfahrung bereichert den Service für die Kunden, und gleichzeitig kennt das Unternehmen aus der Arbeit mit den Kunden zahlreiche unterschiedliche Systemlandschaften und deren Besonderheiten bei einem IT-Merge.

#### 5. Wertschätzende Kommunikation ist entscheidend

Gerade in Change-Prozessen und bei großen Umwälzungen, die eine Akquisition immer darstellt, können schnell Unsicherheiten und Missverständnisse auftreten. Der 100-Tage-Leitfaden setzt deshalb explizit einen starken Fokus auf die Kommunikation. Entscheidend ist, Informationsdefizite sowie dadurch entstehende Gerüchte zu vermeiden und schnell Vertrauen zwischen

dem akquirierten Unternehmen und der Muttergesellschaft zu schaffen.

Um das zu erreichen, beinhaltet der Leitfaden drei wesentliche Kernaspekte: rechtzeitige, ausreichende und abgestimmte Information der Mitarbeiter des neuen Tochterunternehmens, Berücksichtigung der Besonderheiten der Firmengeschichte und -kultur und die spezielle Rolle der Führungskräfte in der Eingliederungsphase.

Ziel der Informationspolitik ist es, neben der Vermeidung von Unsicherheiten und Gerüchten, die Mitarbeiter auf die gemeinsame Zukunft sowie gemeinsame Ziele auszurichten und sie für diese zu begeistern. Dabei ist es entscheidend, keine Siegermentalität oder Überheblichkeit an den Tag zu legen, sondern das neue Tochterunternehmen und dessen Kultur, also Traditionen, Werte und Geschichte, wertzuschätzen. Dazu gehört auch die Bereitschaft, von der neuen Tochter zu lernen. Eine besondere Rolle kommt hierbei den Führungskräften zu.

Als bekannte und vertraute Persönlichkeiten innerhalb des neuen Tochterunternehmens spielen sie eine besondere Rolle als Change Agents und tragen maßgeblich dazu bei, den Weg in die Zukunft zu gestalten und die Mitarbeiter dabei zu involvieren. Die Führungskräfte sind selbst von dem Wandel betroffen und müssen ihre Rolle im neuen Konstrukt finden. Gleichzeitig dienen sie den Mitarbeitern jedoch als Leiter durch den Eingliederungsprozess. Ihnen bietet der Leitfaden konkrete Hilfestellung. Zum einen, indem er klar die künftigen Schritte aufzeigt, sodass sie selbst umfassend informiert sind. Dadurch wissen die Führungskräfte, was auf sie und ihr Unternehmen zukommt. Zum anderen jedoch auch in Form von Tools wie zum Beispiel detaillierte Checklisten, die eine breite Vielfalt an Kommunikationsthemen abdecken.

Um ein Beispiel zu nennen: Bei jeder neuen Akquisition hält der Vorstand der DATAGROUP eine Antrittsrede. Diese hat sich bewährt, um schnell die neuen Gesichter kennen zu lernen und einen persönlichen Bezug zum neuen Unternehmen zu schaffen. So wird den Mitarbeitern sozusagen von oberster Ebene schnell und transparent vermittelt, dass das Ziel von DATAGROUP nicht ist, ihr Unternehmen aufzulösen, sondern ihre Eigenständigkeit innerhalb der neuen Gesellschaft zu bewahren und gemeinsam in eine noch erfolgreichere Zukunft zu starten. Diese Rede gilt es natürlich immer individuell vorzubereiten, und auch hierfür liefert der Leitfaden die notwendigen Tools.

#### 6. Experten im Unternehmen halten

Dass dieser Fokus auf Kommunikation erfolgsentscheidend ist, zeigen die Erfahrung und der Erfolg bei den

Unternehmenseingliederungen in den letzten vierzehn Jahren. 2016 übernahm das Unternehmen zum Beispiel über 300 IT-Spezialisten im Bereich SAP und Application Management des Unternehmens Hewlett Packard Enterprise. In unsicheren Situationen, wie es eine Akquisition ist, besteht immer die Gefahr, dass hochqualifizierte Experten das Unternehmen verlassen, vor allem wenn sie sich nicht gut abgeholt fühlen. Im Falle von HPE stimmten mehr als 90% der Experten zu, im Rahmen eines Betriebsübergangs zu DATAGROUP zu wechseln. Dass diese Experten gehalten werden konnten und auch Jahre später noch erfolgreich im Unternehmen aktiv sind, ist auch in der zeitigen, umfangreichen und klaren Kommunikationsstrategie zur Akquisition begründet.

### 7. Akquisition in schwierigen Situationen: Buy-and-Turnaround

Natürlich werden nicht immer nur finanziell erfolgreiche Unternehmen übernommen. Der Leitfaden ist auch im Falle der Akquisition eines angeschlagenen Unternehmens hilfreich. Denn die Mitarbeiter kommen aus einer unsicheren Situation, beispielsweise einer Insolvenz, in eine weitere zunächst ungeklärte Situation, nämlich die der Übernahme. Wenn das Management hier schnell klar und strukturiert die notwendigen Transformationsprozesse aufzeigt und die Mitarbeiter abholt, hat dieses nicht nur die Chance, das Unternehmen zum Beispiel durch Standardisierung und Zentralisierung finanziell zu stabilisieren, sondern auch, durch eine zielgerichtete Kommunikation die Mitarbeiter zu begeistern.

2019 übernahm DATAGROUP Assets und Mitarbeiter der insolventen IT-Informatik aus Ulm. Das Unternehmen hatte eine turbulente Zeit hinter sich, und bei den Mitarbeitern herrschte Unsicherheit bezüglich ihrer Zukunft. Der Leitfaden der 100 Tage DATAGROUP bot ihnen Klarheit, wie die nächsten Schritte und die Zukunft innerhalb des DATAGROUP-Gesamtkonzerns aussehen würden. Der Leitfaden wurde dabei explizit auf das Unternehmen angepasst. So konnte die Kommunikation über die Führungskräfte nur teilweise erfolgen, denn einige der bekannten Gesichter, wie etwa der Geschäftsführer, waren aufgrund ihrer Rolle in Bezug auf die Insolvenz nicht mehr im Unternehmen.

Bewährt hat sich für DATAGROUP in solchen Situationen auch, Mitarbeiter aus der zweiten Riege aufrücken zu lassen. Diese kennen das Unternehmen teilweise schon lange und damit auch die notwendigen Stellschrauben, die von außen nicht immer leicht zu erkennen sind. Um sie bei dem Wechsel von Mitarbeiter zu Führungsposition zu unterstützen, bietet der Leitfaden auch hier Hilfestellung zum Beispiel durch Instrumente zur Rollenklärung, Teambuilding oder Mitarbeiterkommunikation.

DATAGROUP setzte bei der IT-Informatik vor allem darauf, schnell Transparenz zu schaffen. Mitarbeiter, die nicht gehalten werden konnten, wurden frühzeitig im Prozess informiert, sodass die verbleibenden Mitarbeiter schnell Klarheit und Sicherheit über ihre Zukunft bekamen. Ein schneller Schnitt ist in einer solchen Situation besser als ein schrittweises Zurechtschneiden. Darüber hinaus wurden schnell die weiteren Schritte kommuniziert und die bestehende Kultur gewertschätzt. Den Mitarbeitern wurde möglichst schnell bewusst gemacht, dass mit DATAGROUP kein Investor an Bord war, der das Unternehmen zerlegen würde, sondern einer, der das Unternehmen sanieren und gemeinsam mit ihnen erfolgreich sein will. Das führte dazu, dass im 100-Tage-Prozess die Mitarbeiter aus Ulm teilweise forderten, die Transformation schneller voranzutreiben als vorgesehen, sie also intrinsisch für den Weg hin zum Gesamtkonzern motiviert waren.

### 8. Fazit: Der Leitfaden zwischen Struktur und Flexibilität

Der Leitfaden hat sich in mittlerweile 27 Akquisitionen unterschiedlichster Art bewährt. Er bietet DATAGROUP eine klare Struktur, die es erlaubt, den Spagat zwischen Zentralisierung und Standardisierung sowie Dezentralisierung und Kultur des Tochterunternehmens zu meistern. So können Synergien gehoben werden und gleichzeitig die Stärken der übernommenen Unternehmen erhalten bleiben, die fortan alle im Einsatz für ein gemeinsames Ziel sind. Wichtig ist es jedoch, einen solchen Leitfaden nicht als starre Vorgehensweise durchzuexerzieren. Jedes Unternehmen ist anders, bringt andere Voraussetzungen, eine andere Geschichte und eine andere Kultur mit. Diese Besonderheiten sollten immer berücksichtigt werden. Denn damit eine Akquisition langfristig erfolgreich ist – für das Unternehmen und das Tochterunternehmen –, ist es entscheidend, nicht die Gegebenheiten in den Leitfaden pressen zu wollen, sondern im Gegenteil, den Leitfaden flexibel an die aktuelle Situation anzupassen. ■



**Max H.-H. Schaber** ist seit Februar 2006 Mitglied und Vorsitzender des Vorstands (CEO) der DATAGROUP SE und für die Ressorts Finanzen, Recht, Personal und Unternehmensentwicklung verantwortlich.

**Peter Schneck** ist seit dem 01.10.2019 im Vorstand der DATAGROUP SE und für den Bereich Investor Relations, Recht und Mergers & Acquisitions.

Einen Überblick über alle Veranstaltungen des Bundesverbands Mergers & Acquisitions e.V. und der M&A REVIEW können Sie auf <https://live.ma-review.de> finden.

Datum	Uhrzeit	Ort	Veranstalter	Reihe	Thema	Sprache	Registrierung
07.06.	17–18	online	BM&A, unterstützt von M&A REVIEW	D-Time	Open-Space-Veranstaltung	Deutsch	<a href="https://bma-d-time.ma-review.com">https://bma-d-time.ma-review.com</a>
10.06.	10–11	online	Tokio Marine HCC, unterstützt von M&A REVIEW	Young Brokers Academy	Our common goal: Offer the best/ back-to-back cover position	Englisch	<a href="https://tmhcc.ma-review.com">https://tmhcc.ma-review.com</a>
14.–18.06.	ganztags	online	M&A Media Services GmbH gemeinsam mit M&A REVIEW, BM&A, Fusions & Acquisitions und M&A REVIEW EUROPE	digiweek M&A	Tools & Solutions for Target Screening / Transaction / Carve-out & Integration / Cyber & Data-Privacy & more	Englisch	<a href="https://digiweek.online">https://digiweek.online</a>
17.06.	12–14	online	BM&A gemeinsam mit Hogan Lovells und unterstützt von M&A REVIEW	Cross Border M&A	Cross Border M&A – aktuelle Themen in der internationalen M&A-Praxis	Deutsch	<a href="https://cross-border.ma-review.com">https://cross-border.ma-review.com</a>
21.06.	11–13	online	BM&A	Mitgliederversammlung	Shareholder Activism	Deutsch	<a href="https://bm-a.de">https://bm-a.de</a>
24.06.	17–18	online	BM&A, unterstützt von M&A REVIEW	Arbeitskreis Digitalisierung M&A	KI im Recht mit Blick auf M&A	Deutsch	<a href="https://bma-digitalisierung.ma-review.com">https://bma-digitalisierung.ma-review.com</a>
01.07.	17–18	online	BM&A, unterstützt von M&A REVIEW	Future of Health	Trends und Treiber der Transformation im deutschen Gesundheitswesen	Deutsch	<a href="https://futureofhealth.ma-review.com">https://futureofhealth.ma-review.com</a>

**M&A EVENTS • VORSCHAU**

**Titel** Cross Border M&A – aktuelle Themen in der internationalen M&A-Praxis  
**Datum** 17.6.2021, 12:00–14:00 Uhr  
**Veranstalter** Bundesverband M&A  
**Ort** Online  
**Registr.** <https://cross-border.ma-review.com>

Die internationalen M&A-Aktivitäten nehmen zu. Unternehmen und (Finanz-)Investoren sondieren in verstärktem Maße M&A-Transaktionen. Hierbei ist es für jeden M&A-Akteur unerlässlich, mit aktuellen Themen und Trends der Transaktionspraxis vertraut zu sein.

„Aktuelle Themen und Trends der internationalen M&A-Praxis“ ist der Titel einer Online Konferenz am 17. Juni 2021 von 12:00 bis 14:00 Uhr, zu der der Bundesverband M&A und Hogan Lovells gemeinsam einladen.

Prof. Dr. Michael Schlitt, Mark Devlin, Matthias Hirschmann, Dr. Falk Schöning, Dr. Christian Herweg und Jens Uhlendorf, Rechtsanwälte von Hogan Lovells, referieren und diskutieren über

- SPACs: Eine Alternative zum traditionellen IPO?
- Sustainable Investments und ihre Bedeutung für den M&A-Markt
- Bedeutung des Außenwirtschaftsrechts im Bereich M&A – neuere Entwicklungen
- Distressed M&A – neuere Entwicklungen

Die Leitung der Online-Konferenz liegt bei Prof. Dr.-Ing. Kai Lucks, Vorsitzender des Vorstands des Bundesverbands M&A, die Moderation bei Jens Uhlendorf, Partner bei Hogan Lovells.

Abhängig von der Teilnehmerzahl wird diese Online-Konferenz mit Unterstützung von Zoom oder dem eingebetteten Livestreaming-Dienst der M&A Media Services GmbH durchgeführt. Die Online-Konferenz wird aufgezeichnet und später voraussichtlich über die Webseiten der Veranstalter und des Medienpartners abrufbar sein.

**Titel** KI im Recht mit Blick auf M&A  
**Datum** 24.6.2021, 17:00–18:00 Uhr  
**Veranstalter** Arbeitskreis Digitalisierung M&A – Due Diligence & Legal  
**Ort** Online & Hybrid  
**Registr.** <https://bma-digitalisierung.ma-review.com>

Am 24. Juni 2021 um 17.00 Uhr findet das dritte Arbeitsgruppentreffen Due Diligence & Legal diesen Jahres mit einem Vortrag unter dem Titel „KI im Recht mit Blick auf M&A – Vortrag und Diskussion (mit ZIRNGIBL und Keynote Speaker Privatdozent Dr. Martin Fries, Ludwig-Maximilians-Universität München)“ statt. Wenn möglich wird der Termin als Hybrid-Veranstaltung (Präsenz- und Online) stattfinden.

**Reihe** Young Brokers Academy von Tokio Marine HCC  
**Titel** Our common goal: Offer the best/ back-to-back cover position – Focuses on the full underwriting process  
**Datum** 10.6.2021, 10:00–11:00 Uhr  
**Ort** Online  
**Registr.** <https://tmhcc.ma-review.com>

Junge Broker sind die Zukunft der Versicherungsbranche. Das Wissen, das sie sich aneignen, prägt die Maklerschaft von morgen. In diesem Sinne hat das Tokyo Marine HCC gemeinsam mit der M&A REVIEW diese englisch-sprachige Plattform geschaffen, um gleichermaßen zu informieren und zu inspirieren.

Die Webinar-Sitzungen sind kostenlos und nur auf Einladung möglich. Junge Broker haben die Möglichkeit, Fragen zu stellen und Kommentare zu allen behandelten Themen abzugeben.

Dieses Webinar konzentriert sich auf den vollständigen Underwriting-Prozess. Es wird nicht aufgezeichnet.



### ► Zwei Partnerzugänge für Eversheds Sutherland



Daniel von Brevern

Dr. Thomas Freund

Die internationale Wirtschaftskanzlei Eversheds Sutherland setzt ihren Wachstumskurs mit zwei Partnerzugängen fort. Zum 1. Mai 2021

wechsellte

**Daniel von Brevern** von McDermott Will & Emery wird am Düsseldorfer Standort von Eversheds Sutherland das Beratungsangebot im Kartellrecht weiter ausbauen. **Dr. Thomas Freund** verstärkt die Finanzierungspraxis in München. Er kommt von Latham & Watkins. Daniel von Brevern berät Mandanten in allen Bereichen des Kartellrechts, insbesondere zur Fusionskontrolle, zu Kartellverfahren und bei kartellrechtlichen Schadensersatzklagen. Weitere Schwerpunkte sind die Investitionskontrolle und das Europäische Beihilfenrecht. Daniel von Brevern verfügt über besondere Branchenexpertise in den Bereichen Automotive, Energie, Telekommunikation sowie Health & Life Sciences.

Dr. Thomas Freund verfügt über langjährige Expertise bei komplexen nationalen und grenzüberschreitenden Akquisitionsfinanzierungen, Projektfinanzierungen, vor allem in der Energiewirtschaft, Unternehmensfinanzierungen sowie bei finanziellen Restrukturierungen. Ein Schwerpunkt seiner Tätigkeit liegt insbesondere in der Beratung von Kreditnehmern und Kreditgebern bei Unitranche-Finanzierungen. Zu seinen Mandanten gehören Private-Equity-Funds, Banken und Debt-Funds.

► <https://ma-rev.de/263cdf>

### ► Dechert verstärkt Private-Equity-Praxis in Deutschland mit Lateral Partner Dominik Stühler



Dominik Stühler

Dechert LLP verstärkt sich im Bereich Private Equity mit **Dominik Stühler** als Lateral Partner der Praxisgruppe Corporate & Securities in München. Dominik Stühlers Beratungsschwerpunkt sind nationale wie grenzüberschreitende Private-Equity- und M&A-Transaktionen. Zu den Referenzmandaten von Stühler zählen die Beratung von Hg beim Verkauf der STP-Gruppe, Apax Partners und das Portfoliounternehmen Neurax-

pharm-Gruppe beim Erwerb von Buccolam, Summit Partners bei den Börsengängen der Westwing Group AG und der Global Fashion Group sowie PAI Partners beim Erwerb der Armacell-Gruppe von Blackstone und bei den beabsichtigten Käufen von IFCO und von

Ammeraal Beltech. Dominik Stühler wird von JUVE im Bereich Private Equity als „oft empfohlener“ Anwalt hervorgehoben. Er ist als Rechtsanwalt in Deutschland zugelassen und hält einen Doppelabschluss in Rechtswissenschaften und Betriebswirtschaft von der Universität Regensburg sowie einen MBA von der Vlerick Business School in Leuven, Belgien.

► <https://ma-rev.de/b66ac9>

### ► Cipio Partners ernennt Alexander Brand zum Managing Partner



Alexander Brand

**Alexander Brand** kam im Mai 2018 als Vollzeit-Venture-Partner zu Cipio Partners und arbeitet sowohl an neuen Investitionen als auch am Portfolio-Management. Während seiner Zeit bei Cipio Partners war Alex an zahlreichen neuen und bestehenden Investitionen beteiligt und vertritt das Unternehmen in den Vorständen von Whisbi (Spanien), Vitafy (Deutschland) und Zappi (Großbritannien).

► <https://www.cipiopartners.com/n-2021-05-17.html>

### ► Clifford Chance wächst mit hochkarätigem Private-Equity-Team in München

Die internationale Anwaltssozietät Clifford Chance verstärkt ihr deutsches Private-Equity-Team mit den hochkarätigen Partnerzugängen **Dr. Volkmar Bruckner** und **Dr. Mark Aschenbrenner** sowie mit dem Senior Associate **Dr. Samuel Frommelt**. Alle Neuzugänge werden aus dem Clifford-Chance-Büro München tätig sein und zugleich das deutsche und internationale Transaktions-Team mit ihrer Fachexpertise und Markterfahrung weiter verstärken.

Dr. Volkmar Bruckner berät als erfahrener Private-Equity-Spezialist Investoren, Management-Teams und Unternehmen in komplexen regionalen und internationalen Large-Cap- und Mid-Cap- sowie M&A-Transaktionen, vor allem bei Leveraged Buy-outs, Carve-outs und Joint Ventures.

Dr. Mark Aschenbrenner hat sich dank seiner vielseitigen Erfahrung aus diversen hochkarätigen Akquisitionen in der Private-Equity-Szene etabliert und ist als einer der aufstrebenden Private-Equity-Partner der neuen Generation anerkannt.

Dr. Samuel Frommelt berät Private-Equity- und Finanzinvestoren bei M&A-Transaktionen. Er verfügt über umfangreiche Erfahrung bei der sektorübergreifenden Beratung von Mandanten, vor allem bei Investments in nicht börsennotierte Unternehmen, öffentlichen Übernahmen, Co-Investments und Secondary-Transaktionen.

► <https://ma-rev.de/fd6d78>

### Cyber M&A Webcast des Bundesverbandes M&A – Cybersecurity-Versicherungen

Im zweiten Termin zum Thema Cyber M&A am 10. Mai 2021 ging es um das Thema Versicherungen. Teilnehmer waren Dr. Sven Erichsen (Geschäftsführer Erichsen GmbH), Ralph Noll (Partner Cyber Risk, Deloitte) und Christian Plath (Partner Operational Transaction Services bei Deloitte). Die Moderation führte Stefan Finkenzeller (PMG Projektraum Management GmbH).

Ralph Noll, der auch das Cyber Response Team bei Deloitte leitet, legte zunächst dar, wie die aktuelle Bedrohungslage im Cyber-Bereich aussieht und wie dies im Risikomanagement zu berücksichtigen ist. Vor allem die Lieferketten sind heutzutage immer stärker vernetzt. Hier kommt es immer wieder zu Ausfällen, da einzelne Zulieferer vor allem unter Ransomware-Attacken, in der Regel Verschlüsselungstrojaner, leiden. Des Weiteren führt die Cloud zu einer immer stärkeren Vernetzung. Anwendungen, die früher nur aus dem internen Netzwerk verfügbar waren, stehen heute weltweit zur Verfügung. Stark zunehmend ist das Thema CFO-Fraud, also beispielsweise gefälschte Zahlungsanweisungen oder Rechnungen. Dennoch sind Cyber-Versicherungen für viele Unternehmen noch kein Thema, da entweder das Kosten-Nutzen-Verhältnis kritisch betrachtet wird oder aber das Wissen rund um dieses Thema als Bestandteil des Risikomanagements nicht vorhanden ist. Übrigens ist der typisch deutsche Mittelstand mittlerweile ebenso Ziel dieser Attacken und wird im Verhältnis so stärker getroffen, zumal viele Unternehmen sich kein teures Cyber-Response-Programm leisten.

Laut Dr. Erichsen ist das Ziel von Cyberversicherungen vor allem die Deckung der Kosten eines Cyber-Incidents. Die Cyberversicherung, welche heutzutage die Wertigkeit einer Feuerschutzversicherung hat, dient aber auch der Prävention, denn häufig sind die Unternehmen noch nicht ausreichend mit Sicherheitsmaßnahmen ausgestattet. Eine gute Cyberversicherung mahnt die Umsetzung dieser Maßnahmen auch an, gibt ihren Kunden proaktiv Hinweise zu aktuellen Risiken und verfügt über ein Netzwerk von Dienstleistern, zum Beispiel auch Incident-Response-Dienstleister. Gerade mittelständische Unternehmen, die vor allem am Anfang der Digitalisierung stehen, laufen dem Thema leider immer hinterher. Problematisch ist dabei die mangelnde Kommunikation zwischen IT und kaufmännischer Geschäftsführung. Mangels gemeinsamer Sprache dringen die Mahnungen der IT-Sicherheit, zum Beispiel bei der Risikoeinschätzung, nicht immer bis zur Geschäftsleitung durch.

Laut Christian Plath gibt es bereits einige Vorfälle, bei denen Incidents im Bereich Cybersecurity im Rahmen von M&A-Transaktionen zu signifikanten Kaufpreisminderungen geführt hat. Wichtig ist wie immer die Due Diligence, was eben auch bedeutet, die Frage nach

der Cyberversicherung, aber eben auch nach den IT-Sicherheitsmaßnahmen zu stellen. Bei Carve-outs sollte beachtet werden, wie dies im Rahmen der TSAs (Transitional Service Agreements) gehandhabt wird. Da der Käufer erst nach Closing Zugriff auf das Unternehmen hat, ist die Übernahme der Risiken durch den Verkäufer bis zum Ende der TSA-Laufzeit notwendig. Es ist immer gut, wenn das Kaufobjekt über eine Cyberversicherung verfügt. Entscheidender aus Sicht der Due Diligence sind dann doch konkret nachweisbare IT-Sicherheitsmaßnahmen oder Audit Reports, die zur Verfügung gestellt werden.

Eine spannende Frage aus dem Teilnehmerkreis ist die Versicherung von Schäden, die im Rahmen von Kriegsführung entstehen. Hierzu sagte Ralph Noll: Die Zuordnung der Tätergruppen ist oftmals schwierig und klärt sich meist erst, wenn die Schäden längst entstanden sind. Sven Erichsen merkte an, dass Kriegsführung tatsächlich häufig ausgeschlossen ist und kontrovers diskutiert wird. Der Versicherer trägt aber hier die Nachweispflicht. Problematisch sind auch Lösegeldforderungen aus Ländern, die internationalen Sanktionen unterliegen. Aber diese Fälle sind bislang sehr selten. Weiterführende Termine werden wie immer auf der Webseite des Bundesverbandes M&A sowie über Social Media (LinkedIn) bekannt gegeben.

Fragen und Anregungen können an [stefan.schneider@ma-review.com](mailto:stefan.schneider@ma-review.com) oder [martin.kuegler@parthenon.ey.com](mailto:martin.kuegler@parthenon.ey.com) gerichtet werden.

### 1 + 1 = Endstation?!

#### Wie Change Communication aus dem Culture Clash in M&A-Prozessen einen neuen Teamspirit macht

Was passiert mit Kulturen in M&A-Prozessen und wie kann eine emotionale Geschichte dazu beitragen, dass Menschen aus unterschiedlichen Teams mit verschiedenen Vorstellungen an einem Strang ziehen, anstatt einen Culture Clash zu verursachen? Im Webinar der Timmermann Group in Zusammenarbeit mit dem Bundesverband Merger & Acquisitions e.V. am 18. Mai 2021 erhielten die Teilnehmenden einen guten Einblick in das Thema. Gehalten wurde das Webinar von Thilo Mutter, Creative Director Timmermann Change Communication, der sich seit über 27 Jahren mit diesen Thematiken beschäftigt und die Zuhörenden an seiner Expertise und seinen Erfahrungen teilhaben ließ. Der Vortrag war interaktiv gestaltet und ermöglichte es dem Publikum, die eigene Meinung einzubringen. Thilo Mutter ging direkt darauf ein und integrierte die Äußerungen kompetent in seine anschaulichen Erläuterungen. Neben der Anführung verschiedener möglicher Konflikte bei der Einführung von M&A-Prozessen und guter Ideen zur Bereinigung oder Vermeidung

dieser fokussierte er sich natürlich auf die Rolle der Kommunikation.

„Das Notwendige muss irgendwie auch ins Herz rein“ – so beschrieb Mutter sein Bedürfnis und die Überzeugung davon, dass die emotionale Veränderung genauso Beachtung finden muss, um einen Change-Prozess erfolgreich durchzuführen. Anhand von vier Praxisbeispielen, denen jeweils unterschiedliche Anforderungen und Ziele zugrunde lagen, veranschaulichte er für die Teilnehmenden die Vielfalt an Möglichkeiten, wie Kommunikation einen Wandel zu etwas Positivem machen und Teams dazu bringen kann, Gemeinsamkeiten wertzuschätzen. Außerdem war ihm wichtig zu betonen, dass es für den Erfolg nicht immer eine große Kampagnenidee braucht – manchmal reicht auch ein einziger Satz.

Auch die anschließende Möglichkeit für die Zuhörenden, Fragen zu stellen, wurde gerne angenommen, und so entstand eine spannende Diskussion, bei der Thilo

Mutter weitere Einblicke in seine weitreichenden Erfahrungsbereiche gab.

Wer bei dem Webinar nicht dabei sein konnte, hat im YouTube Channel der Timmermann Group die Möglichkeit, sich die Aufzeichnung anzusehen oder unter [marketing@timmermannpartners.com](mailto:marketing@timmermannpartners.com) die Unterlagen anzufordern.



WIR FRAGEN • MITGLIEDER ANTWORTEN

#### WO liegen Ihre Tätigkeitsschwerpunkte und was zeichnet Ihr Unternehmen aus?

LeanIX bietet auf seiner Continuous Transformation Platform® umfangreiche Lösungen an, um IT-Landschaften erfolgreich zu organisieren, zu planen und zu steuern. Der automatisierte und datengetriebene Ansatz von LeanIX ermöglicht über 450 Kunden weltweit umfassende Transparenz und bessere Governance und hilft, fundierte Entscheidungen zu treffen und vorhandene Ressourcen bestmöglich zuzuteilen.

#### WO sehen Sie derzeit die größten Herausforderungen und Trends?

Die Komplexität der technologischen Infrastruktur ist für Unternehmen bereits jetzt eine enorme Herausforderung und wird noch größer werden, ob durch die schnell wachsende Zahl von SaaS-Anwendungen, die Cloud-Migration oder dezentral organisierte Entwicklerteams. Das führt dazu, dass auch in M&A-Prozessen die Harmonisierung der IT-Landschaften zum kritischen Faktor wird.

#### WARUM sind Sie Mitglied im Bundesverband M&A?

Wir machen Unternehmen zukunftsfähig, indem wir die Voraussetzungen für Transformation schaffen – wie sie auch eine Akquisition oder ein Joint Venture darstellen. Bei unseren Kunden sehen wir, dass transparente Daten über die IT-Landschaft mit ihren wechselseitigen Abhängigkeiten den Wert einer Transaktionen direkt steigern können. Diese Erfahrungen wollen wir innerhalb des Verbands weitergeben.



#### LeanIX GmbH

Friedrich-Ebert-Allee 37-39, 53113 Bonn

Tel.: +49 (0) 228 2862992-0

info@leanix.net

[www.leanix.net](http://www.leanix.net)

Branchen: Unternehmen mit komplexen IT-Landschaften, alle Branchen

Unternehmensgröße: 360 Mitarbeitende in Bonn (Hauptsitz), in Niederlassungen in Europa, den USA und in Indien

**Ansprechpartner:** André Christ (CEO)

## M&amp;A REVIEW 7-8/2021 am 3. Juli

## VORSCHAU

## Strategie

Digitalisierung beim Target Screening

## Verkauf und Ausgliederungen

Schneidewerkzeuge für die Daten

## Recht und Steuern

Datenschutz bei M&amp;A in Europa

## IMPRESSUM

## 32. Jahrgang 2021

**Herausgeber:**

Prof. Dr. Christoph Schallast, Frankfurt School of Finance & Management  
 Prof. Dr. Florian Bauer, Lancaster University (UK)  
[www.ma-review.de](http://www.ma-review.de)

**Redaktion:**

M&A Media Services GmbH  
 Stefan Schneider (Projektleitung)  
 Habenschadenstr. 16, 82049 Pullach  
 Telefon: +49 (0) 89 74975133  
[redaktion@ma-review.com](mailto:redaktion@ma-review.com)

**Publikationsorgan:**

Bundesverband M&A e.V. c/o M&A Media Services GmbH  
 Habenschadenstr. 16, 82049 Pullach  
 Telefon: +49 (0) 179 448 30 63  
[info@bm-a.de](mailto:info@bm-a.de), [www.bm-a.de](http://www.bm-a.de)  
 Vorstandsvorsitzender: Prof. Dr.-Ing. Kai Lucks

**Verlag:**

M&A Media Services GmbH  
 Habenschadenstr. 16, 82049 Pullach  
 Telefon: +49 (0) 89 74975133  
[kontakt@ma-review.com](mailto:kontakt@ma-review.com), [www.ma-review.de](http://www.ma-review.de)

Geschäftsführer: Stefan Schneider

**Abonnementverwaltung:**

M&A Media Services GmbH  
 Abo-Verwaltung M&A REVIEW  
 Habenschadenstr. 16, 82049 Pullach  
 Telefon: +49 (0) 89 74975133  
[kontakt@ma-review.com](mailto:kontakt@ma-review.com)

**Erscheinungstermine 2021:**

30.01.2021 (1-2/2021), 06.03.2021 (3/2021), 03.04.2021 (4/2021),  
 03.05.2021 (5/2021), 05.06.2021 (6/2021), 03.07.2021 (7-8/2021),  
 04.09.2021 (9/2021), 02.10.2021 (10/2021), 06.11.2021 (11/2021),  
 04.12.2021 (12/2021), 05.02.2021 (1-2/2022)

**Bezugspreise:**

Jahresabonnement: 426 EUR inkl. MwSt.,  
 zzgl. 12 EUR Versandkosten (Ausland: 32 EUR)  
 Online-Jahresabonnement: 298 EUR inkl. MwSt.  
 Einzelheft: 40 EUR inkl. MwSt. und Versandkosten

Abonnementskündigungen sind nur mit einer Frist von sechs Wochen zum Ende eines Bezugsjahres möglich.

**Titelbild:**

© Hilch – stock.adobe.com

**Layout & Realisation:**

Text & Design, Zielstattstraße 117, 81379 München  
 Telefon: +49 (0) 89-20355923, [info@text-et-design.de](mailto:info@text-et-design.de)

**Lektorat:**

Magdalena Aderhold, visavis media, Bayreuth,  
[www.visavis-media.de](http://www.visavis-media.de)

**Druck:**

Joh. Walch GmbH & Co. KG, Im Gries 6, 86179 Augsburg

**Haftung und Hinweise:**

Artikel, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

**Nachdruck:**

© 2021 M&A Media Services GmbH, Pullach. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der M&A Media Services GmbH ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf fotomechanischem Wege (Fotokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf externen Datenträgern.

**Datenschutz:**

Der Schutz Ihrer Daten ist uns wichtig. Es gilt die Datenschutzerklärung der M&A Media Services GmbH, ebenfalls abrufbar auf unserer Website [www.ma-review.de/datenschutz](http://www.ma-review.de/datenschutz).

ISSN: 1616-0878, ZKZ 03485



# Virtueller Datenraum - Made in Germany

## Sichere und effiziente Transaktionen

### Einfach

Der netfiles Datenraum ist besonders einfach zu bedienen, bietet umfangreiche Funktionalität und steht Ihnen sofort, ohne Installation von Software oder Plugins zur Verfügung. Ein Webbrowser genügt.

### Sicher

Modernste Software-, Verschlüsselungs- und Sicherheitstechnologien stellen sicher, dass Ihre Daten im netfiles Datenraum zuverlässig vor unbefugtem Zugriff und Datenverlust geschützt sind.

### Bewährt

Seit mehr als 15 Jahren unterstützen wir Kunden erfolgreich bei Transaktionen. Profitieren auch Sie von unserer langjährigen Erfahrung und dem zuverlässigen Betrieb. Wir sind ein deutsches Unternehmen und hosten ausschließlich in Deutschland.

[www.netfiles.de](http://www.netfiles.de)

Testen Sie jetzt netfiles 14 Tage kostenlos  
oder vereinbaren Sie einen Termin für eine Online-Präsentation.



# M & A perfekt vorbereiten – mit Cloud Migration Packages

Daten klug gepackt, sicher geschnürt und schnell migriert. Das gelingt mit unseren neuen vordefinierten Softwarepaketen für die automatisierte Transformation von SAP-Landschaften. Holen Sie SNP-Know-how für umfassende Assessments, hohe Planungssicherheit und exakte Projektkalkulation frühzeitig an Bord und setzen Sie auf selektive Migration in die Cloud: So führen wir Carve-outs schnell und sicher durch und bereiten nachfolgende M&A perfekt vor – ohne Überraschungen für Verkäufer und Käufer.

[www.snpgroup.com/en/sap-cloud-migration/packages](http://www.snpgroup.com/en/sap-cloud-migration/packages)