

REPORT

Mitbestimmungsreport Nr. 74, 09.2022

Das I.M.U. ist ein Institut
der Hans-Böckler-Stiftung

UNTERNEHMENSKÄUFE UND -ÜBERNAHMEN IN DEUTSCHLAND

Entwicklung, Goodwill und Mitbestimmung

Marc Eulerich, Benjamin Fligge, Robert Scholz, Sigurt Vitols und Sebastian Campagna

AUF EINEN BLICK

- Zwischen 2006 und 2019 haben die ausgewählten börsennotierten Unternehmen aus dem Mitbestimmungsindex-Datensatz (MB-ix-Datensatz) mehr als 400 Milliarden Euro für Unternehmensaufkäufe ausgegeben und damit fast ein Viertel ihrer erwirtschafteten finanziellen Mittel (Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit).
- Unternehmensaufkäufe und -übernahmen können eine positive Rolle in der Wachstumsstrategie eines Unternehmens spielen, zugleich besteht aber die Gefahr, dass das Zielunternehmen „zu teuer“ übernommen wird. Wenn ein Unternehmen mehr kostet als dessen Buchwert, taucht diese Differenz als „Goodwill“ in der Bilanz des akquirierenden Unternehmens auf. Zwischen 2006 und 2019 ist der Anteil des Goodwills am Eigenkapital von durchschnittlich 34% auf 38% gestiegen. Sollte die Situation entstehen, dass Goodwill abgeschrieben werden muss, wird das Eigenkapital (und damit der finanzielle Puffer des Unternehmens) reduziert.
- Die quantitative Analyse zeigt, dass diese Gefahr in stark mitbestimmten Unternehmen geringer ist als in Unternehmen mit schwacher oder keiner Mitbestimmung. Das Goodwill-zu-Eigenkapital-Verhältnis ist ca. 20 Prozentpunkte niedriger in Unternehmen mit einem maximalen Wert des Mitbestimmungsindex (MB-ix = 100) gegenüber Unternehmen, die nicht mitbestimmt sind (MB-ix = 0).

INHALT

1	Einleitung	3
2	Unternehmenskäufe als Bestandteil der Unternehmensstrategie	3
3	Methodik und Daten	4
4	Unternehmenskäufe in Deutschland	4
4.1	Akquisitionsneigung	5
4.2	Diversifikation	6
4.3	Internationalisierung	7
4.4	Höhe der Beteiligung	7
5	Wachsende Bedeutung von Goodwill im Rahmen von Unternehmenskäufen und -übernahmen	8
6	Einfluss der Mitbestimmung auf den Goodwill	9
7	Zusammenfassung	10
8	Fazit	10
	Literatur	12

AUTORENSCHAFT

Univ.-Prof. Dr. Marc Eulerich

Lehrstuhl für Interne Revision, Universität Duisburg-Essen
marc.eulerich@uni-due.de

MSc. Benjamin Fligge

Lehrstuhl für Interne Revision, Universität Duisburg-Essen
benjamin.fligge@uni-due.de

Dr. Robert Scholz

Projektgruppe Globalisierung, Arbeit und Produktion,
Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung
robert.scholz@wzb.eu

Dr. Sigurt Vitols

Projektgruppe Globalisierung, Arbeit und Produktion,
Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung
sigurt.vitols@wzb.de

Dr. Sebastian Campagna

Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung,
Referat Wirtschaft
sebastian-campagna@boeckler.de

1 EINLEITUNG

Das Wachstum von Unternehmen ist seit jeher eine der zentralen strategischen Zielgrößen der Unternehmensführung. Die langfristige Steigerung des Umsatzes und die gleichzeitige Verbesserung der Marktposition sind dabei die beiden wichtigsten Parameter. Da jedoch Unternehmen regelmäßig an die Grenzen ihres „organischen Wachstums“ – also des Wachstums auf Basis der eigenen Geschäftstätigkeit – stoßen, werden immer häufiger andere Unternehmen gekauft, um dadurch die eigenen Wachstumsziele zu realisieren. Auch der Zugang zu neuen Technologien, Produkten oder Märkten ist vor dem Hintergrund von Unternehmenskäufen und -übernahmen besonders relevant. Allerdings führen Käufe nicht zwangsläufig zu der erwünschten Zielrealisierung und damit zu einer Verbesserung der Unternehmenssituation. Sie gehen stets mit verschiedenen Risiken und Herausforderungen einher wie beispielsweise der Integration und Koordination der zuvor selbstständigen Unternehmen. Ein spezifisches Risiko, welches in den letzten Jahren immer häufiger in der Presse und wissenschaftlichen Diskussionen aufgegriffen wird, ist die Bilanzierung des sogenannten „Goodwills“. Damit ist – kurz formuliert – der Kaufpreisaufschlag bei einer Übernahme oder einem Zusammenschluss von Unternehmen gemeint.

Der Goodwill stellt einen besonderen Vermögenswert dar und umfasst den Geschäfts- oder Firmenwert des übernommenen Unternehmens. Während im HGB vom Geschäfts- oder Firmenwert gesprochen wird, der einer begrenzten Nutzungsdauer unterliegt und auch periodisch abzuschreiben ist, wird in der internationalen Rechnungslegung nach IFRS eine unbegrenzte Nutzungsdauer angenommen. Bemerkenswert sind zwei Aspekte am Goodwill: Es handelt sich erstens um einen immateriellen Vermögenswert mit unbestimmter Nutzungsdauer, der den „Mehrwert“ aus dem Zusammengehen der beiden Unternehmen z.B. mit Blick auf Synergien, Kundenstamm, Know-How oder Marktzugänge repräsentiert. Zweitens bezieht sich sein bilanzieller Wert aus diesem Grund v. a. auf in die Zukunft gerichtete Ertragserwartungen, die entsprechend unsicher sind. (Hinweis: Markennamen können auch separat bilanzierbar sein und sind nicht zwangsläufig Teil des Goodwill). Die in die Zukunft gerichteten Projektionen und Erwartungen müssen allerdings nicht zutreffen. Ob also im Nachhinein ein zu hoher Kaufpreis für das übernommene Unternehmen bezahlt wurde, ist eine zentrale Frage, die sich viele interessierte Bilanzleser in diesem Kontext stellen.

„Der Ausweis eines derivativen Geschäfts- oder Firmenwerts (nachfolgend kurz: Goodwill) nimmt als Residualgröße sowohl in nationalen als auch internationalen Konzernabschlüssen eine zentrale Stellung ein. Er ergibt sich bekannt-

ermaßen im Rahmen der Erwerbsmethode (acquisition method) gem. IFRS 3 als Differenz zwischen der gewährten Gegenleistung und dem (anteilig) übernommenen, in der Neubewertungsbilanz ermittelten Reinvermögen, mithin dann, wenn in die gewährte Gegenleistung – neben dem Marktwert des akquirierten Unternehmens – auch weitere vom Erwerber identifizierte Synergien oder Wachstumspotenziale eingehen.“ (Wirth et al. 2021, S. 1281)

Der vorliegende Report zielt vor diesem Hintergrund darauf ab, sowohl die Entwicklung von Unternehmenskäufen und -übernahmen als auch die Goodwill-Bilanzierung für ausgewählte börsennotierte Unternehmen aus dem MB-ix-Datensatz zu untersuchen. Hierdurch sollen Trends und mögliche Entwicklungen identifiziert und diskutiert werden.

2 UNTERNEHMENSKÄUFE ALS BESTANDTEIL DER UNTERNEHMENSSTRATEGIE

Die Literatur zum Thema Mergers & Acquisitions (M&A) zeigt, dass Unternehmenskäufe und -übernahmen ein fester Bestandteil der Unternehmensstrategie sind (Eulerich 2009). So könnten beispielsweise Unternehmen mit einer Differenzierungsstrategie durch Akquisitionen von innovativen Start-ups ihren Technologievorsprung gegenüber Wettbewerbern sicherstellen bzw. ausbauen.

Die Differenzierungsstrategie zielt darauf ab, durch spezifische Produkte oder Dienstleistungen größeren Kundennutzen zu schaffen und sich so im Vergleich zu Wettbewerbern abzuheben (vgl. Porter 1983). Die traditionelle Differenzierung kann entlang mehrerer Dimensionen erfolgen: Hierzu zählen z.B. das Design, das Markenimage, die Technologie, der Kundenservice, die Produktqualität, die Reputation, die Logistik etc. (vgl. Allen et al. 2007).

M&A-Strategien können jedoch deutlich variieren und sich im Zeitverlauf wandeln (Eulerich/Kopp 2020). Wichtig ist, dass M&A-Strategien immer im Einzelfall betrachtet werden sollten, da sich auch die Motive für einen Kauf (beispielsweise Kosteneinsparungen, Marktzugang oder Technologiezugang) deutlich voneinander unterscheiden können (Bergau 2021; von Dryander/Raettig 2019). Allgemein gibt es jedoch eine Reihe von Unterscheidungsmerkmalen: Beispielswei-

se lässt sich differenzieren, ob Unternehmen eher organisch (also aus eigener Kraft beispielsweise über die Erweiterungen von Produktionsanlagen oder die Akquirierung neuer Kunden) oder eher anorganisch (also durch den Erwerb von Unternehmen bzw. deren Ressourcen) wachsen wollen. Dies spiegelt sich insbesondere in der Anzahl der Unternehmenskäufe wider. Ferner können Unternehmen auch anhand der Art der M&A – beispielsweise im Hinblick auf die Branchenzugehörigkeit, Internationalisierung oder die Höhe der Beteiligungen – unterschieden werden. Um ein Verständnis für die unterschiedlichen Strategien zu schaffen, werden wir Unterschiede hinsichtlich des Kaufverhaltens von Unternehmen aufzeigen und deren Motive erläutern.

Grundsätzlich gehen M&A-Transaktionen immer mit verschiedenen Chancen und Risiken einher. Während die Realisierung von Synergiepotenzialen als klassischer Vorteil einer Transaktion gesehen wird, zeigt die hohe Anzahl an gescheiterten Transaktionen, dass Käufe nicht automatisch zu unternehmerischem Erfolg führen müssen.

3 METHODIK UND DATEN

Wir haben die Entwicklung von Unternehmenskäufen und -übernahmen in ausgewählten börsennotierten Unternehmen untersucht, um mögliche Trends und Besonderheiten zu erkennen. Als Datenbasis dienen die Refinitiv-Datenbank und CapitalIQ für die Finanzkennzahlen sowie die MB-ix-Datenbank für die Variablen zur Mitbestimmung. Der MB-ix-Datensatz umfasst alle Unternehmen, die in den Leitindizes DAX, MDAX, SDAX und TecDAX notiert sind und darüber hinaus alle paritätisch mitbestimmten börsennotierten Unternehmen, jeweils für alle Jahre zwischen 2006 und 2019.

Der Report geht zweistufig vor: Im nächsten Abschnitt wird beschrieben, wie sich das Kaufverhalten der mitbestimmten Unternehmen charakterisieren lässt. Im übernächsten Abschnitt wird untersucht, welchen Einfluss die Mitbestimmung auf den Anteil der Goodwill-Positionen am Eigenkapital hat. Daher ist es hier aus methodischen Gründen erforderlich, auch nicht mitbestimmte Unternehmen einzubeziehen.

Ausgehend von diesen analytischen Schritten erfolgte die Auswahl der Fälle. Zunächst wurden aus dem Sample alle Unternehmen aus der Finanzbranche ausgeschlossen, da sich diese durch ihr Geschäftsmodell im Hinblick auf die Unternehmenskäufe deutlich von den übrigen Unternehmen unterscheiden. Zu- und Verkäufe sowie Beteiligungen sind Teil der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit, während etwa im produzierenden Gewerbe Unternehmenszuzukäufe eher eine strategische Bedeutung haben.

Für den ersten Analyseschritt wurden dann alle mitbestimmten Unternehmen ausgewählt. Das erfolgte, weil im Hinblick auf die Rolle der Mitbestim-

mung (zweiter Analyseschritt) ein Überblick zu Unternehmenskäufen und -übernahmen speziell in diesen Unternehmen gegeben werden soll. In der resultierenden Stichprobe von 111 mitbestimmten Unternehmen konnten wir insgesamt 1.041 Akquisitionen zwischen 2006 und 2019 identifizieren. Wir haben Akquisitionen nicht einbezogen, die von Tochtergesellschaften durchgeführt wurden, da diese in den Datenbanken nur unvollständig abgebildet sind. Zudem ist mit den verfügbaren Daten nicht zweifelsfrei zu klären, inwiefern der Aufsichtsrat an der Konzernspitze für Unternehmenskäufe handlungsleitend ist, die von Tochtergesellschaften vorgenommen werden.

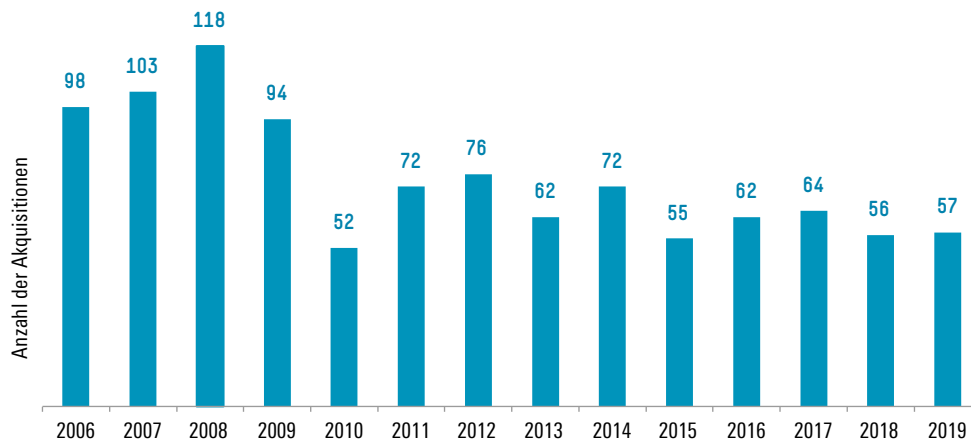
Für den zweiten Analyseschritt wurden ebenfalls die mitbestimmten Unternehmen in den Fokus genommen, nämlich 106 Fälle. Die Differenz in Höhe von fünf Unternehmen im Vergleich zu den 111 Fällen aus dem ersten Analyseschritt resultiert aus fehlenden Daten für die Kontrollvariablen. Zu den 106 mitbestimmten Unternehmen kommen hier weitere 61 nicht mitbestimmte Unternehmen aus den untersuchten Leitindizes hinzu. Damit ist mittels einer Regressionsanalyse ein Vergleich möglich zwischen nicht mitbestimmten und mitbestimmten Unternehmen und darüber hinaus lässt sich auch die Veränderung der Goodwill-zu-Eigenkapital-Relation bei einer Variation der Mitbestimmung ablesen.

4 UNTERNEHMENSKÄUFE IN DEUTSCHLAND

Wir haben die Anzahl der Unternehmenskäufe für die mitbestimmten Unternehmen über den Betrachtungszeitraum untersucht. Die Ergebnisse in **Abbildung 1** zeigen dabei, dass die Anzahl der Akquisitionen infolge der Wirtschaftskrise deutlich gesunken ist. Während 2008 noch 118 Akquisitionen durchgeführt worden sind, sank die Anzahl im Folgejahr auf 94 und bis 2010 auf 52 Akquisitionen. Seit 2010 ist keine „Erholung“ auf dem Markt für Unternehmenskäufe zu beobachten. Stattdessen ist die Anzahl der Akquisitionen relativ konstant geblieben und lag 2019 bei 57 Akquisitionen. Damit ist der Einfluss einzelner Transaktionen auf die Berechnung der Mittelwerte relativ begrenzt. Ein ähnlicher Trend wurde auch vom „Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances“ (2021) identifiziert, das die Anzahl aller M&A in Deutschland analysiert.

Nachdem wir uns die Anzahl der Unternehmenskäufe der letzten Jahre angeschaut haben, möchten wir uns näher mit den strategischen Entscheidungen solcher Transaktionen beschäftigen. Dabei schauen wir uns die Akquisitionsneigung von Unternehmen an, ob mit solchen Akquisitionen eine Diversifizierungs- bzw. Internationalisierungsstrategie verfolgt werden soll und gehen schließlich der Frage nach, ob die betrachteten Unternehmen eher Anteile an Zielunternehmen erwerben oder komplette Übernahmen vollziehen.

Entwicklung der Unternehmenskäufe in Deutschland

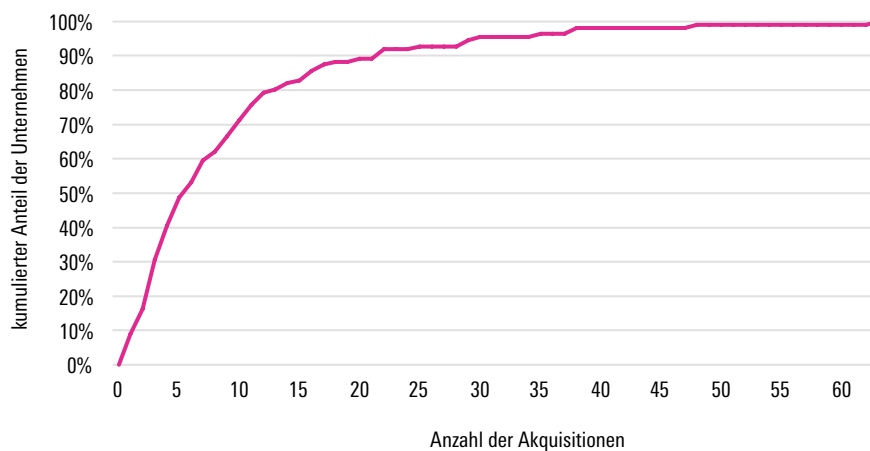


Quelle: eigene Erhebung und Darstellung

I.M.U.

Abbildung 2

Die Akquisitionsneigung der untersuchten Unternehmen



Quelle: eigene Erhebung und Darstellung

I.M.U.

4.1 Akquisitionsneigung

Ein erstes strategisches Unterscheidungsmerkmal bezieht sich auf die Akquisitionsneigung von Unternehmen. So gibt es beispielsweise Unternehmen, die viele Akquisitionen durchführen (sogenannte „serial acquirers“), während andere Unternehmen selten Unternehmenskäufe tätigen. Regelmäßige Unternehmenskäufe sollen zu Lerneffekten beispielsweise bei der Integration der gekauften Unternehmen führen. Dadurch erhoffen sich Unternehmen, die überwiegend anorganisch wachsen wollen, aus jeder weiteren Akquisition einen höheren Nutzen zu ziehen. Andererseits erfordern regelmäßige Unternehmens-

käufe entsprechend viel Kapital und sind mit Risiken verbunden (vgl. Eulerich/Kopp 2020; Laamanen/Keil 2008; Weber et al. 2019).

Abbildung 2 zeigt die Akquisitionsneigung der untersuchten Unternehmen, indem der kumulierte Anteil der Unternehmen, die eine bestimmte Anzahl an Unternehmenskäufen durchgeführt haben, dargestellt wird. Daraus kann abgelesen werden, wie viele Unternehmen eine bestimmte Anzahl an Akquisitionen nicht überschritten haben. Aus der Abbildung lassen sich zwei Aussagen ableiten: Der Großteil der Unternehmen führt nur selten Akquisitionen durch.

Ungefähr die Hälfte der Unternehmen hat im Zeitverlauf fünf oder weniger Unternehmenskäufe getätigt. Der Anteil der Unternehmen, die viele Akquisitionen durchführen, ist somit sehr gering. Wie die Kurve zeigt, weist sie ab 30 Akquisitionen eine sehr geringe Steigung aus. So ist mehr als ein Drittel der Unternehmenskäufe zwischen 2006 und 2019 von zehn Unternehmen durchgeführt worden.

4.2 Diversifikation

Neben der Anzahl der Akquisitionen können Unternehmen auch hinsichtlich der Art der Akquisitionen voneinander unterschieden werden, konkret im Hinblick auf Branche und Internationalisierungsstreben. Zunächst gehen wir auf die Diversifizierung ein, bevor wir uns der Internationalisierung widmen.

Unternehmen können sich entscheiden, durch Unternehmenskäufe in neue Branchen zu expandieren, um das Geschäftsmodell zu erweitern und/oder die Risiken zu reduzieren (vgl. Eulerich/Fligge 2020; Rustige/Grote 2009). Diese Diversifikation führt dazu, dass Unternehmen weniger anfällig gegenüber Krisen sind, die sich besonders auf bestimmte Branchen auswirken. So ist beispielsweise der Umsatz bei Henkel infolge der Coronapandemie von 2019 auf 2020 um ca. 4% gesunken. Während die Coronapandemie einerseits im Bereich Adhesive Technologies zu starken Umsatzrückgängen von ca. 8,2% geführt hat, ist der Umsatz im Bereich Beauty Care weniger stark gesunken (3,2%) und der Umsatz im Bereich Laundry & Home Care sogar um 0,7% gestiegen. Im Gegen-

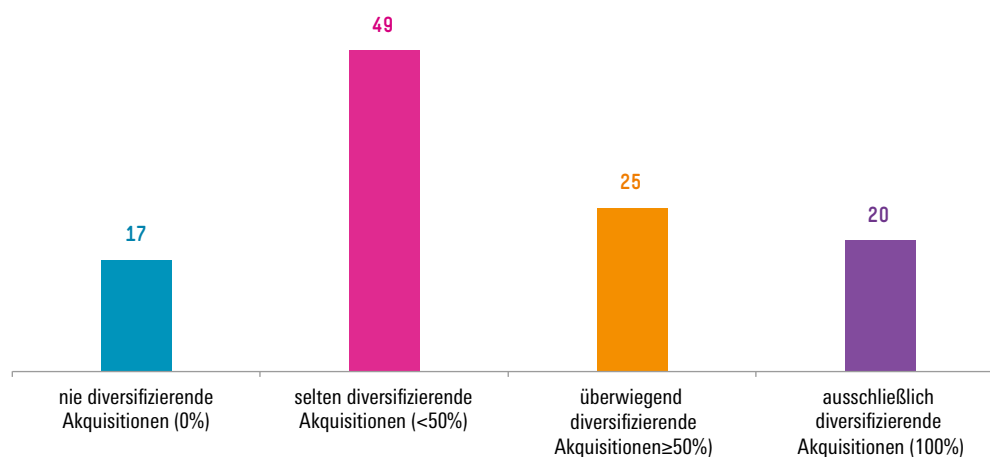
satz hierzu können Unternehmenskäufe innerhalb derselben Branche dazu dienen, die eigene Wettbewerbsposition zu verbessern, indem beispielsweise Konkurrenten mit spezifischen Kompetenzen (Kunden, Image, Technologien etc.) erworben werden (vgl. Bergau 2021; von Dryander/Raettig 2019).

Wir nutzen die ersten beiden Ziffern der Standard Industrial Classification (sog. SIC-Codes), mit deren Hilfe Unternehmen nach ihrer Branche klassifiziert werden. Eine Akquisition gilt dabei als Bestandteil einer Diversifikationsstrategie, wenn sich der SIC-Code des gekauften Unternehmens von dem des kaufenden Unternehmens unterscheidet. Hierauf basierend unterscheiden wir zwischen Unternehmen, die (1) nie diversifizierende Akquisitionen durchführen, (2) selten diversifizierende Akquisitionen durchführen (weniger als 50%), (3) überwiegend diversifizierende Akquisitionen durchführen (mehr als 50%) oder (4) ausschließlich diversifizierende Akquisitionen tätigen.

Abbildung 3 zeigt den Diversifikationsgrad der Akquisitionen aller betrachteten Unternehmen. Unsere Ergebnisse zeigen, dass die meisten nur selten diversifizierende Akquisitionen durchführen. 17 der 111 Unternehmen, dies entspricht einem Anteil von 15% der untersuchten Einheiten, haben ausschließlich innerhalb der eigenen Branche gekauft. Bei 49 Unternehmen, 44% der untersuchten Einheiten, lag der Anteil an diversifizierenden Akquisitionen unter 50%. 25 (23%) haben mehrheitlich Unternehmen aus anderen Branchen gekauft, und 20 (18%) haben ausschließlich Akquisitionen in anderen Branchen durchgeführt.

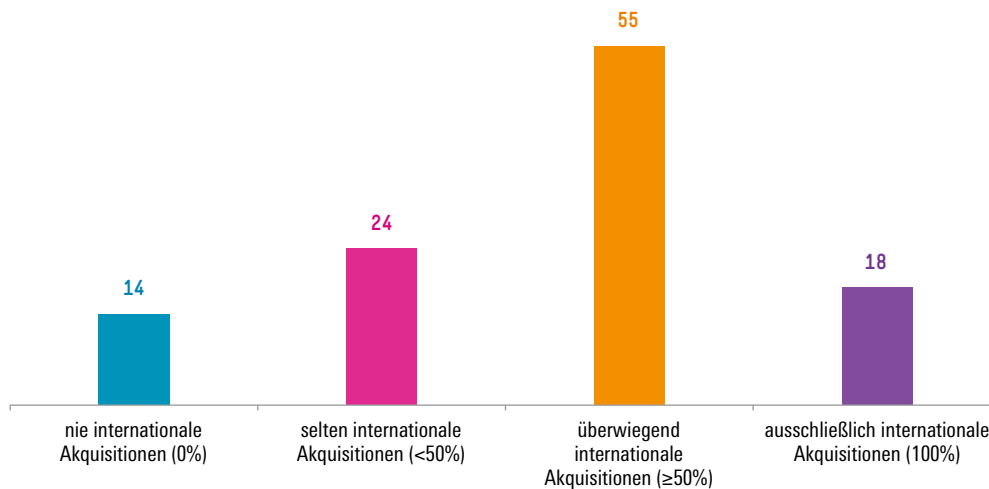
Abbildung 3

Anteil der Unternehmenskäufe nach Diversifikationsgrad



Quelle: eigene Erhebung und Darstellung

Der Internationalisierungsgrad der beobachteten Unternehmensakquisitionen



Quelle: eigene Erhebung und Darstellung

I.M.U.

4.3 Internationalisierung

Neben der Branchenzugehörigkeit lassen sich die gekauften Unternehmen hinsichtlich des Ziellandes unterscheiden. Unternehmen, die sich stärker internationalisieren wollen, können Unternehmen im Ausland erwerben, um beispielsweise deren Ressourcen wie Geschäftskontakte oder Vertriebsnetze zu verwenden. Daneben bietet Internationalisierung auch einen gewissen Schutz vor nationalen Krisen. So vermeldete BMW zuletzt einen Rekordabsatz trotz Coronakrise in Europa. In China verkaufte der Autobauer fast so viele Autos wie in Europa insgesamt.

Abbildung 4 zeigt den Internationalisierungsgrad von Akquisitionen deutscher Unternehmen. Dabei wurde zwischen Akquisitionen von Unternehmen innerhalb und außerhalb Deutschlands unterschieden. Analog zur Kategorisierung bei der Diversifikation wurde in Unternehmen, die (1) nie internationale Akquisitionen, (2) selten internationale Akquisitionen (weniger als 50%), (3) überwiegend internationale Akquisitionen (über 50%) oder (4) ausschließlich internationale Akquisitionen durchführen, klassifiziert. Auch hier lässt sich feststellen, dass die Gruppen – abgesehen von einer – ähnlich groß sind. Mit 55 von 111 Fällen (50%) ist die Gruppe der Unternehmen, die mehr als die Hälfte aller Akquisitionen im Ausland tätigt, die größte.

4.4 Höhe der Beteiligung

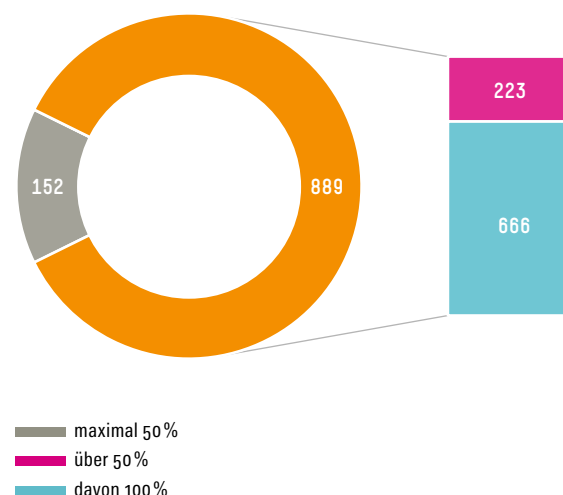
Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ist die Höhe der erworbenen bzw. gehaltenen Anteile am Zielunternehmen. Bei strategisch motivierten Übernahmen wird in der Regel mindestens die Hälfte und häufig werden alle Anteile an einem Zielunternehmen erworben (von Dryander/Raettig 2019). Dies erlaubt dem

Käufer, einen umfassenden Einfluss auf das gekaufte Unternehmen auszuüben, um beispielsweise Synergien zu realisieren oder Zugriff auf Technologien und Know-how zu erhalten (Bergau 2020). Im Gegensatz dazu werden bei Finanzbeteiligungen klassischerweise nur geringe Anteile erworben, da bei solchen Akquisitionen weniger strategische Überlegungen als vielmehr die wirtschaftliche Erfolgsbeteiligung im Fokus stehen.

In Abbildung 5 ist die Höhe der Beteiligung nach der jeweiligen Akquisition dargestellt. Wir haben die Höhe der gesamten Beteiligung nach der Akquisition statt der Höhe der jeweils gekauften Anteile dargestellt, da eine einzelne Akquisition beispielsweise dazu dienen

Abbildung 5

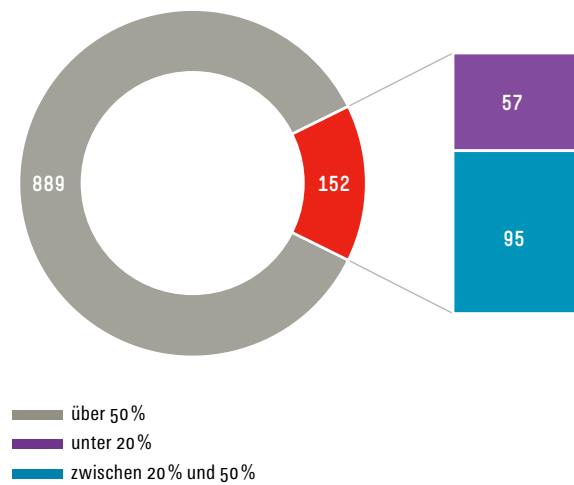
Höhe der Beteiligung nach Akquisition (I)



Quelle: eigene Erhebung und Darstellung

I.M.U.

Höhe der Beteiligung nach Akquisition (II)



Quelle: eigene Erhebung und Darstellung

I.M.U.

kann, künftig weitere Anteile an einem Unternehmen zu erwerben. Würde beispielsweise ein Unternehmen zu drei Zeitpunkten jeweils 20% an einem Unternehmen erwerben, so würde eine Klassifikation nach der Höhe der Anteile suggerieren, dass jede dieser Akquisitionen eher als Finanzbeteiligung zu werten ist. Hierbei würde vernachlässigt, dass das Unternehmen nach der dritten Akquisition bereits 60% und damit die Mehrheit an dem Unternehmen hält.

Dabei ist auffällig, dass die meisten Akquisitionen eher strategischer Natur sind. Bei 889 der 1.041 (85%) getätigten Akquisitionen waren die Unternehmen zu mindestens 50% am Zielunternehmen beteiligt. Der Großteil dieser Akquisitionen waren sogar vollständige Übernahmen. So zeigen unsere Analysen, dass bei 666 der 889 durchgeführten Akquisitionen (75%) sämtliche Anteile erworben wurden.

In **Abbildung 6** sind die Akquisitionen, nach denen eine Minderheitsbeteiligung bestanden hat, genauer unterteilt, in Akquisitionen, nach denen weniger als 20% im Besitz des kaufenden Unternehmens und Akquisitionen, nach denen 20% bis 50% im Besitz des kaufenden Unternehmens sind. Hierbei zeigt sich erneut, dass reine Finanzbeteiligungen in Deutschland eher selten vorkommen. Nachdem nur in 15% der Akquisitionen keine Mehrheit erworben wurde, liegt der Anteil der Akquisitionen, nach denen die Beteiligung weniger als 20% betrug, lediglich bei 9%.

5 WACHSENDE BEDEUTUNG VON GOODWILL IM RAHMEN VON UNTERNEHMENSKÄUFEN UND -ÜBERNAHMEN

Wenn Unternehmen wachsen wollen, müssen sie einen großen Teil ihrer erwirtschafteten Finanzmittel wieder investieren. Wie an anderer Stelle erläutert, ist eine Möglichkeit, „organisches“ Wachstum durch Kapitalinvestitionen zu erzeugen (d. h. Maschinen und Anlagen, die mindestens ein Jahr genutzt werden). Eine zweite besteht im „anorganischen“ Wachstum durch den Kauf von anderen Unternehmen oder Unternehmensteilen.

Zwischen 2006 und 2019 wurden in den untersuchten börsennotierten Unternehmen zusammenge-rechnet ca. 1,9 Billionen Euro aus der betrieblichen Tätigkeit erwirtschaftet. Etwa 1,2 Billionen Euro wurde davon in organisches Wachstum investiert (Kapitalinvestitionen). Circa 425 Mrd. Euro wurden für Unternehmensakquisitionen aufgewendet. Die Summe der Akquisitionen variiert über die Zeit, was an konjunkturellen und sektoralen Zyklen liegt. Auch Börsenbewertungen spielen hierbei eine wichtige Rolle.

Es ist ex ante schwer möglich, eine dieser beiden Möglichkeiten als „Königsweg“ zu betrachten. Wie eingangs beschrieben, zeigen sich Vorteile von externen Käufen darin, dass Unternehmen schneller wachsen können (beispielsweise im Ausland) oder dass sie Know-how akquirieren können, welches intern nur schwer kurz- und mittelfristig aufzubauen wäre. Andererseits birgt anorganisches Wachstum auch gewisse Risiken – etwa, dass sich Synergieeffekte nicht realisieren lassen, unerwartete Marktentwicklungen eintreten oder das Erfolgspotenzial des Zielunternehmens falsch eingeschätzt wurde.

In diesem Zusammenhang ist auch der zu zahlende oder gezahlte Preis für die Akquisition zu betrachten: Wenn ein Käufer für ein übernommenes Unternehmen einen höheren Kaufpreis bezahlt als dessen Buchwert beträgt, taucht diese Differenz als „Goodwill“ (IFRS) bzw. derivativer Firmenwert (HGB) in der Bilanz des Käufers auf. Ein Teil des Goodwills kann beispielweise durch immaterielle Vermögenswerte (wie z. B. den Wert von Markennamen, spezifisches Know-how etc.) begründet sein. Manchmal kann es aber auch sein, dass die Akquisition durch verschiedene Umstände einfach übersteuert getätigt wurde (z. B. zu ambitionierte zukünftige wirtschaftliche Erfolgserwartungen) und der Goodwill eine „Blase“ darstellt (Wirth et al. 2021).

Während der Goodwill im HGB als zeitlich begrenzt nutzbarer Vermögensgegenstand klassifiziert wird und über die Nutzungsdauer abzuschreiben ist (i. d. R. über einen Zeitraum von 5–15 Jahren), wird er in der internationalen Rechnungslegung als immaterieller Vermögenswert mit unbestimmter Nutzungsdauer verstanden, was eine planmäßige Abschreibung verbietet und nur außerplanmäßige Abschreibungen ermöglicht (Wirth et al. 2021, S.1283f). In der internationalen Bilanzierungsperspektive wird also eine un-

bestimmte Nutzungsdauer unterstellt und durch den „Impairment-only-Ansatz“ ein hoher bilanzpolitischer Gestaltungsspielraum zur Vermeidung von Abschreibungen geschaffen. Nicht nur können sich Geschäftsmodelle und die Konstellationen in den Unternehmen selbst ändern, es können sich auch unternehmensexterne Rahmenbedingungen ändern, die die Geschäftslage auch in kurzer Zeit stark verändern können (Covidkrise, politische Entscheidungen zur Energiewende etc.).

Um dieser Diskrepanz gerecht zu werden, muss der Unternehmenswert durch einen sogenannten „Impairment Test“ (Werthaltigkeitstest) nach unten korrigiert werden. Die Ankündigungen solcher Impairments haben in der Regel negative Auswirkungen auf den Aktienkurs („Stock Price Crash“). Dies lässt sich beispielsweise damit erklären, dass Abschreibungen auf den Goodwill als Aufwand bilanziert werden und den Gewinn und somit das Eigenkapital des Unternehmens vermindern. Mitunter werden auch weitere zentrale wirtschaftliche Kennzahlen negativ beeinflusst.

Zusammenfassend ist die Höhe des Goodwills per se nicht grundsätzlich als negativ zu bewerten, jedoch steigt das Risiko eines Impairments mit der Zunahme der Goodwill-Position in der Bilanz etwa im Verhältnis zum Eigen- oder Gesamtkapital (Wu/Lai 2020). Tabelle 1 zeigt für den Zeitraum von 2006 bis 2019, bezogen auf die in dieser Untersuchung betrachteten börsennotierten Unternehmen, dass die addierte Bilanzsumme um 82%, das Eigenkapital um 115%, der Goodwill im Vergleich zu diesen beiden Kennzahlen sogar um 139% gestiegen ist. Eine Ursache für den Anstieg des Goodwills liegt in der Signalwirkung: Muss ein Unternehmen hohe Goodwill-Abschreibungen tätigen, kann dies als Eingeständnis interpretiert werden, dass die Kaufpreise zu hoch waren oder sich die Erwartungen nicht erfüllt haben. Dementsprechend versucht das verantwortliche Management, solche Abschreibungen zu vermeiden (Weber 2019).

Wie unsere Berechnungen zeigen, hat sich das Risiko von Impairments durch dieses Verhalten deutlich erhöht. Zudem ist der Goodwill schneller gestiegen als das vorhandene Eigenkapital. Der Goodwill ist im Verhältnis zum Eigenkapital von ca. 34% im Jahr 2006 auf ca. 38% im Jahr 2019 gestiegen. Entsprechend hat sich die Risikoposition Goodwill schneller erhöht als die Unternehmen ihr bilanziertes Vermögen und ihr Eigenkapital steigern konnten.

6 EINFLUSS DER MITBESTIMMUNG AUF DEN GOODWILL

Im vorherigen Abschnitt haben wir gezeigt, dass der Goodwill als Anteil am Eigenkapital der untersuchten Unternehmen im Betrachtungszeitraum gestiegen ist. Unternehmen, die im Verhältnis zum Eigenkapital einen hohen Goodwill bilanzieren, gehen häufig hohe

Bilanzsumme, Eigenkapital und Goodwill in den untersuchten börsennotierten Unternehmen, 2006–2019 (in Mio. Euro)

Jahr	Bilanz	Eigenkapital	Goodwill	Goodwill im Verhältnis zu Eigenkapital
2006	1.743.177	449.061	154.536	34%
2019	3.176.148	964.230	369.216	38%
Anstieg von 2006 auf 2019	82%	115%	139%	

Quelle: eigene Erhebung und Darstellung

I.M.U.

wirtschaftliche Risiken ein. Auch in anderen Untersuchungen wird auf die beschriebenen Gefahren hingewiesen (vgl. Sommer 2021; Wirth et al. 2021). So steigt, wie beschrieben, das Risiko eines Impairment bzw. einer Wertminderung mit dem steigenden Anteil des Goodwills (Wu/Lai 2020).

Abschließend sind wir der Frage nachgegangen, ob und welche Zusammenhänge zwischen den möglichen Ausprägungen von Goodwill zu Eigenkapital und ausgewählten unternehmensbezogenen Strukturmerkmalen und Erfolgsgrößen existieren.

Hierzu nutzten wir eine Regressionsanalyse, die die Erklärungskraft verschiedener Faktoren auf das Verhältnis des Goodwills zum Eigenkapital untersucht. Durch die Berücksichtigung von Unternehmensjahren (Panel-Struktur) werden erstens Faktoren einbezogen, die sich jedes Jahr ändern können. Die Faktoren, die hier in die Berechnung einfließen, sind der Mitbestimmungsindex (MB-ix), die Unternehmensgröße (gemessen am Umsatz), die Rentabilität (gemessen am Return on Assets) sowie der Anteil der Schulden an der Gesamtbilanzsumme (Leverage). Die zweite Ebene der Analyse ist die Unternehmensebene und berücksichtigt die speziellen Variablenausprägungen einzelner Unternehmen im Verhältnis zum Untersuchungssample. Diese sind einzeln schwer oder gar nicht zu messen bzw. zu interpretieren, werden aber durch die Verteilung aller Daten im Berechnungsmodell genutzt. Die dritte Ebene bezieht die Branche ein, definiert als Branchencode (SIC-1-Ebene). Sieben Branchen werden einbezogen: Bergbau/Baugewerbe (SIC1), Verarbeitendes Gewerbe (Konsumgüter) (SIC2), Verarbeitendes Gewerbe (Investitionsgüter) (SIC3), Transport/Kommunikation/Energie (SIC4), Großhandel/Einzelhandel (SIC5), Dienstleistungen (SIC7), Gesundheit/Soziales/Bildung (SIC8).

Unsere Untersuchung zeigt, dass es einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Verankerung der Mitbestimmung im Unternehmen und dem Good-

Tabelle 2

Mehrebenen-Mixed-Effects-Regressionsmodell zur Relation von Goodwill zu Eigenkapital (N = 1399)

Firmen-Ebene Variablen	Koeffizient (Standardabweichung in Klammern)
Mitbestimmungsindex	-0,0023828* (0,00118)
Logarithmierter Umsatz (Unternehmensgröße)	0,0428708 (0,0275)
Return on Assets (Rentabilität)	-0,4885042* (0,241)
Leverage (Anteil der Schulden an der Bilanzsumme)	2,181538*** (0,168)
Konstante	-0,2399794 (0,194)
Branchen-Ebene Parameter	0,0126 (0,261)
Firmen-Ebene Parameter	0,534*** (0,0367)

- * $p < 0,05$
 ** $p < 0,01$
 *** $p < 0,001$

Quelle: eigene Erhebung und Darstellung

I.M.U.

will-Anteil am Eigenkapital gibt. Sie zeigt, dass in Unternehmen, in denen die Mitbestimmung stärker verankert ist, das Verhältnis von Goodwill zu Eigenkapital signifikant niedriger ist, im Vergleich zu weniger stark mitbestimmten Unternehmen.

Wie Tabelle 2 zeigt, beträgt der Koeffizient für den Mitbestimmungsindex (MB-ix) -0,0023. Das bedeutet, dass – alle anderen Faktoren konstant gehalten – in einem Unternehmen mit dem maximalen Wert bei der Mitbestimmung (MB-ix = 100) das Goodwill-zu-Eigenkapital-Verhältnis 23 Prozentpunkte niedriger ist als bei Unternehmen ohne Mitbestimmung (MB-ix = 0). Konkret liegt das Goodwill-zu-Eigenkapital-Verhältnis in einem typischen Unternehmen mit dem MB-ix-Wert von 0 bei 0,59, in einem typischen Unternehmen mit dem MB-ix-Wert von 100 bei 0,36. Der Einfluss der Kontrollvariablen ist unterschiedlich. So hat die Unternehmensgröße (gemessen am logarithmierten Umsatz) keinen signifikanten Einfluss. Die Rentabilität (gemessen am Return on Assets) hat wie der Mitbestimmungsindex einen signifikant negativen Einfluss, während der Anteil der Schulden an der Gesamtbilanzsumme (Leverage) einen signifikant positiven Einfluss hat.

Der signifikant negative Zusammenhang im Verhältnis zwischen Goodwill-Anteil und Mitbestimmungsindex zeigt, dass bei einem höheren Wert des MB-ix das Verhältnis von Goodwill-Position zu Eigenkapital abnimmt. Dieser Effekt kann als positiv für die Mitbestimmung gesehen werden, da, vereinfacht gesprochen, Unternehmen mit einem höheren Mitbestimmungsindex einen relativ geringeren Goodwill und somit ein geringeres Abschreibungsrisiko zulasten des Eigenkapitals aufweisen. Allerdings ist auch anzumerken, dass die direkten Auswirkungen von Mitbestimmung auf die Goodwill-Bilanzierung auf Basis des vorliegenden Modells nicht bewertet werden können. Zugleich weist dieses explorative Ergebnis auf einen Zusammenhang hin, der in der weiteren Forschung, zum Beispiel auch qualitativ, genauer untersucht werden könnte, um die Mechanismen der Wirkungsweise präziser zu identifizieren.

7 ZUSAMMENFASSUNG

Dieser Report zeigt die Ergebnisse einer Untersuchung zum Zusammenwirken von Unternehmenskäufen und -übernahmen, Goodwill und Mitbestimmung. Im vierten Abschnitt wurden die Entwicklung der Akquisitionen in Deutschland sowie Unterschiede zwischen den Unternehmen hinsichtlich ihrer Strategie thematisiert. Hierbei zeigten sich große Differenzen bei der Anzahl der Akquisitionen, der Höhe der erworbenen Anteile sowie der Branche und dem Internationalisierungsbestreben.

Im fünften Abschnitt wurde der Zusammenhang zwischen Kauf-/Übernahmeverhalten, Goodwill und dem Risiko eines Goodwill-Impairments diskutiert. Wenn ein Zielunternehmen mehr als dessen Buchwert kostet, taucht dieser Unterschied als Goodwill in der Bilanz des akquirierenden Unternehmens auf und muss ggf. über die folgenden Bilanzjahre abgeschrieben werden. Die Gefahr eines Goodwill-Impairments nimmt mit dem steigenden Anteil des Goodwills in der Unternehmensbilanzierung zu. Dabei konnten wir illustrieren, dass der Goodwill in der Zeit zwischen 2006 und 2019 überproportional im Verhältnis zur Bilanzsumme und zum Eigenkapital gestiegen ist.

Im letzten Abschnitt des Reports wurde gezeigt, dass ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen Mitbestimmung und dem Verhältnis von Goodwill zu Eigenkapital existiert. Dort wo die Mitbestimmung stark ist, ist dieses Verhältnis niedriger, d. h. der „Eigenkapitalpuffer“ in Relation zum bilanzierten Goodwill ist in stark mitbestimmten Unternehmen in der Regel größer als in schwach oder nicht mitbestimmten Unternehmen.

8 FAZIT

Unternehmenskäufe und -übernahmen sind Bestandteil strategischer Unternehmensentscheidungen. Meist handelt es sich dabei um sehr komplexe Projekte, die hohe finanzielle Mittel des Unternehmens (Käuferseite) erfordern und oftmals mit organisatorischen Veränderungen in den Unternehmen verbunden sind, welche sich auch auf Arbeitsplätze auswirken können.

Auf der einen Seite haben solche Deals ihre Berechtigung. Sie dienen den Unternehmen als Mittel, ihre Unternehmensstrategie zu verfolgen und umzusetzen. Chancen im Wettbewerb können so wahrgenommen werden, die ohne gezielte Unternehmenskäufe nicht realisiert werden könnten. Gerade im Zeitalter der Transformation können unternehmensstrategisch erforderliche Technologiezukäufe sinnvoll sein.

Auf der anderen Seite zeigt sich in der Praxis, dass Unternehmenskäufe häufig hinter den Erwartungen zurückbleiben oder gar scheitern. Oftmals sind die Einschätzungen, die zum Deal-Entschluss geführt haben, gar zu optimistisch gewesen. Dies hat mitunter mit den komplexen Integrationsprozessen zu tun oder damit, dass erhoffte Synergien in den unterschiedlichen Bereichen nicht realisiert werden können. Im Ergebnis ist im Rahmen von Unternehmenskäufen und

-übernahmen hochgradig ungewiss, ob sich mittel- bis langfristig die erhofften strategischen und wirtschaftlichen Erfolge einstellen.

Das in dieser Untersuchung ausgewählte Sample besteht ausschließlich aus Unternehmen, die über einen Aufsichtsrat verfügen. Diese Institution fungiert als Kontroll- und Beratungsorgan des Vorstands. Kurz gesagt, es versteht sich von selbst, dass unternehmensstrategische Vorhaben, zu denen auch Käufe und Übernahmen gehören, in diesem Gremium diskutiert und begleitet werden. Unsere Studie zeigt, dass dort, wo die Mitbestimmung stark ist, der Goodwill im Verhältnis zum Eigenkapital geringer ist als in weniger stark mitbestimmten Unternehmen und demzufolge weniger Risiken aus solchen Deals bestehen. Eine gute Aufsichtsratsarbeit mit Beteiligung der Arbeitnehmerbank ist ein wesentlicher Faktor, der dazu führt, dass solche Deals offenbar ausführlich und tiefgreifend vom Aufsichtsrat begleitet werden. Dies zeigt wiederum, dass die Unternehmensmitbestimmung aus ökonomischer Perspektive einen wesentlichen Stabilisierungsfaktor für Unternehmen darstellt.

- Allen, R. S.; Helms, M. M.; Takeda, M. B.; White, C. S. (2007):** Porter's Generic Strategies. An Exploratory Study of their Use in Japan. In: Journal of Business Strategies 24 (1), S. 69.
- Bergau, T. (2021):** Grundlagen. In: Bergau, T. (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmenskauf. Düsseldorf: De Gruyter, S. 1–114.
- Eulerich, M. (2009):** Strategische Planung, Steuerung und Kontrolle von Mergers & Acquisitions: M&A-Controlling, M&A-Risikomanagement, Praxiswissen, Frankfurt am Main, Lang.
- Eulerich, M.; Fligge, B. (2020):** To diversify or not to diversify? Questioning the Diversification Discount in Germany. Working Paper: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3788057
- Eulerich, M.; Kopp, R. (2020):** What Mergers and Acquisitions Research is about – Theories, Topics, and the Scientific Community. Working Paper: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3667230
- Holtermann, F (2020):** Wirecard-Angestellte fürchten Scheitern des Verkaufs und üben scharfe Kritik am Insolvenzverwalter. In: Handelsblatt, 07.05.2021. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/nach-der-pleite-wirecard-angestellte-fuerchten-scheitern-des-verkaufs-und-ueben-scharfe-kritik-am-insolvenzverwalter/26284968.html>
- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (2021):** M&A statistics per country. <https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries/#Mergers-Acquisitions-Germany>
- Laamanen, T.; Keil, T. (2008):** Performance of serial acquirers: Toward an acquisition program perspective. In: Strategic Management Journal, 29 (6), S. 663–1672.
- Porter, M. E. (1983):** Wettbewerbsstrategie: Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten. 1. Auflage. Frankfurt am Main/New York: Campus.
- Rustige, M.; Grote, M. H. (2009):** Der Einfluss von Diversifikationsstrategien auf den Aktienkurs deutscher Unternehmen. In: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 61, S. 470–1498.
- Sommer, U. (2021):** Das 314-Milliarden Risiko der DAX Konzerne. In: Handelsblatt, 26.04.2021. <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/goodwill-das-314-milliarden-risiko-der-dax-konzerne/27124576.html?ticket=ST-173702-d7spDC27nuG-adOVDfahQ-ap5>
- Von Dryander, C.; Raettig, L. (2019):** M&A Strategien bei Käufern und Verkäufern In: Schalast, C.; Raettig, L. (Hrsg.): Grundlagen des M&A-Geschäftes. 2. Auflage. Wiesbaden: Springer Gabler, S. 57–184.
- Weber, C. (2019):** Konzernrechnungslegung nach IFRS im Zusammenhang mit Unternehmenserwerben. In: Schalast, C. Raettig, L. (Hrsg.): Grundlagen des M&A-Geschäftes. 2. Auflage. Wiesbaden: Springer Gabler, S. 207–1242.
- Weber, M.; zu Knyphausen-Aufseß, D.; Schweizer, L. (2019):** Improving the M&A Decision-Making Process: Learning from Serial Acquirers. In: Schmalenbach Business Review 71 (3), S. 295–1342.
- Wirth, J.; Küting, P.; Dusemond, M. (2021):** DAX30-Goodwill-Bilanzierung in Zeiten von COVID-19 – zugleich ein (erneutes) Plädoyer für die Wiedereinführung einer planmäßigen Abschreibung. In: Der Betrieb 24, S. 1281–1291.
- Wu, K.; Lai, S. (2020):** Intangible intensity and stock price crash risk. In: Journal of Corporate Finance 64 (October), Article 101682. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101682>



Alle Links wurden zuletzt
am 06. 04. 2022 geprüft

Das I.M.U. (Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung der Hans-Böckler-Stiftung) berät und qualifiziert Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten, Betriebs- und Personalräten sowie Arbeitsdirektorinnen und Arbeitsdirektoren. Demokratie lebt von Mitbestimmung. Wir fördern eine Kultur, in der Menschen sich einbringen, mitentscheiden und mitgestalten können. Im Alltag und am Arbeitsplatz.



TWITTER

Wie wollen wir morgen arbeiten und leben? Wie können wir Mitbestimmung im Zeitalter von Digitalisierung und Globalisierung sichern? Mehr Informationen über #zukunftmitbestimmung auf unserem Twitterkanal:

<https://twitter.com/ZukunftMB>



MITBESTIMMUNGSPORTAL

Arbeitnehmervertreterinnen und Arbeitnehmervertreter benötigen umfangreiches Orientierungs- und Handlungswissen : aktuell, kompakt und passgenau auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten. Das bietet das Mitbestimmungsportal der Hans-Böckler-Stiftung.

<https://www.mitbestimmung.de>



MITBESTIMMUNG DURCH PRAXISWISSEN GESTALTEN

Betriebs- und Dienstvereinbarungen zeigen: Betriebliche Praxis gestaltet heute gute Arbeit von morgen. Wir stellen Beispiele vor, bei denen sich Mitbestimmungsakteure und Arbeitgeberinnen und Arbeitgeber auf Regelungen verständigt haben, um Folgen digitaler und technologischer Entwicklungen positiv im Sinne der Beschäftigten mitzubestimmen.

<https://www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen>

IMPRESSUM

Herausgeber

Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.)
der Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Str. 18, 40474 Düsseldorf
Telefon +49 (2 11) 77 78-172

<https://www.mitbestimmung.de>

Pressekontakt

Rainer Jung, +49 (2 11) 77 78-15 0
rainer-jung@boeckler.de

Satz: Yuko Stier

Redaktion

Dr. Sebastian Campagna
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (2 11) 77 78-170
sebastian-campagna@boeckler.de

Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 74, 09.2022

ISSN 2364-0413



„Unternehmenskäufe und -übernahmen in Deutschland“ von Eulerich / Fligge / Scholz / Vitols / Campagna ist unter der Creative Commons Lizenz Namensnennung 4.0 International lizenziert (BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.