

Jutta Stumpf-Wollersheim  
Andreas Horsch *Hrsg.*

# Forum Mergers & Acquisitions 2019

Beiträge aus rechts- und  
wirtschaftswissenschaftlicher Sicht



# Forum Mergers & Acquisitions 2019

---

Jutta Stumpf-Wollersheim · Andreas Horsch  
(Hrsg.)

# Forum Mergers & Acquisitions 2019

Beiträge aus rechts- und  
wirtschaftswissenschaftlicher Sicht

*Hrsg.*

Jutta Stumpf-Wollersheim  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Technische Universität Bergakademie Freiberg  
Freiberg, Deutschland

Andreas Horsch  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Technische Universität Bergakademie Freiberg  
Freiberg, Deutschland

ISBN 978-3-658-26817-6                      ISBN 978-3-658-26818-3 (eBook)

<https://doi.org/10.1007/978-3-658-26818-3>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2019

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

# Geleitwort des Rektors der Technischen Universität Bergakademie Freiberg

Die Technische Universität Bergakademie Freiberg wurde 1765 gegründet und ist damit die älteste Montanuniversität der Welt. Die Universität blickt – als Alma Mater von Alexander von Humboldt und als die Institution, an der beispielsweise die beiden chemischen Elemente Indium und Germanium entdeckt wurden – auf eine lange und erfolgreiche Lehr- und Forschungsgeschichte zurück. Auch aktuell spiegeln sich der Erfolg und die internationale Wertschätzung der TU Bergakademie Freiberg in Universitätsrankings wider. So belegte die Universität im Jahr 2018 erneut einen der vordersten Plätze im QS World University Ranking (weltweit vierter Platz im Bereich Mineral Engineering und damit der beste Platz, den deutsche Universitäten in den knapp 50 Fächern erreichen konnten). Aktuelle Pressemitteilungen mit Überschriften wie „Freiberger Forscher untersuchen neues Material für Wärmebildkameras“, „Elektrisches Lastenfahrrad soll Auto im Alltag ersetzen“ oder „FG-Forscher fanden einzigartigen Saurierknochen“ zeigen, dass die TU Bergakademie Freiberg zahlreiche Themengebiete beforcht. Insgesamt verfügt die Ressourcenuniversität über exzellente Kompetenz auf dem Gebiet der nachhaltigen Rohstoff- und Energiewirtschaft sowie der Kreislaufwirtschaft der Energie, Materialien und Werkstoffe. Wir begleiten und gestalten Transformationsprozesse in der Ressourcenbewirtschaftung und hin zur Industrie 4.0.

Übergeordnete Entwicklungsprozesse wie der Klimawandel oder die Energiewende beschäftigen natürlich nicht nur wissenschaftliche Einrichtungen wie die TU Bergakademie Freiberg, sondern auch eine Vielzahl von Unternehmen sowie weiteren Einrichtungen der Wirtschaftspraxis. Neben ingenieurtechnischen sind von ihnen insbesondere rechtliche und ökonomische Herausforderungen zu bewältigen. Von besonderem Anspruch sind diese dann, wenn sie sich auf der Ebene des Gesamtunternehmens abspielen – unabhängig davon, ob es hierbei um die Bildung größerer oder kleinerer Einheiten geht. Die großen deutschen Energieunternehmen wie *e.on* oder *RWE* etwa sind seit Jahren damit befasst, ihre Aufspaltung in kleinere, nach bestimmten Formen der Energieerzeugung abgegrenzte Nachfolgeunternehmen zu vollziehen. Umgekehrt verzeichnete die Rohstoffbranche vor wenigen Jahren mit der Transaktion *Glencore/Xstrata* eine Fusion, die nicht nur aufgrund ihrer Größenordnung, sondern auch aufgrund ihrer Qualitäten – sie dauerte zum einen sehr lange, zum anderen verursachte sie vergleichsweise wenig Aufsehen – als ungewöhnlich zu bezeichnen ist.

Solche M&A-Transaktionen beschäftigen Theorie und Praxis weit intensiver als Aufspaltungen von Unternehmen. Folgerichtig sind sie ein vielbeachtetes Thema insbesondere in den Wirtschaftswissenschaften. Hiervon zeugt nicht nur der Stand von Forschung und Lehre bis heute, sondern auch die Tatsache, dass M&A-Transaktionen kontinuierlich weiter erforscht werden. Ein Plenum dafür ist die Konferenz „M&As aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht“. Als Jurist, der jahrelang in der Industrie tätig war, begrüße ich den interdisziplinären Austausch zwischen Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, der bei Themengebieten wie M&A als essentiell erscheint. Es ist mir eine Ehre gewesen, als Gastgeber der Konferenz zu fungieren und die Räumlichkeiten der TU Bergakademie Freiberg für den

wissenschaftlichen und zugleich praxisorientierten Diskurs zur Verfügung stellen zu können. Ich würde mich sehr freuen, wenn der angestoßene Diskurs auch künftig fortgeführt würde und damit aus Freiberg heraus M&A-Forschung und -Praxis ein gutes Stück weitergebracht werden könnten. Meine Unterstützung ist der wissenschaftlichen Leitung, Frau Prof. Dr. Jutta Stumpf-Wollersheim und Herrn Prof. Dr. Andreas Horsch, hierbei gewiss.

Freiberg, im März 2019  
Prof. Dr. Klaus-Dieter Barbknecht  
Rektor der TU Bergakademie Freiberg

## **Geleitwort des M&A Alumni Deutschland e.V.**

Unternehmenstransaktionen genießen längst nicht mehr nur in der medialen Berichterstattung eine gesteigerte Aufmerksamkeit; auch in der Wissenschaft hat mittlerweile – im Bemühen um eine Verbesserung und Systematisierung des M&A-Prozesses – ein zahlreiche Themenfelder umfassender Diskurs eingesetzt, an dessen Ende die Erkenntnis stehen soll, wie den zum Teil frappierenden Misserfolgsquoten in dieser gleichermaßen rechts- wie wirtschaftswissenschaftlichen Königsdisziplin von Beginn an entgegengewirkt werden kann. Trotz der weltweiten Wirtschafts- und Finanzmarktkrise, die in der jüngsten Vergangenheit insbesondere die Finanzierung von (potentiellen) M&A-Transaktionen deutlich erschwert hat, stellt der Markt auch weiterhin ein milliardenschweres und gleichermaßen attraktives wie lukratives Betätigungsfeld für hierauf spezialisierte Berufsträger dar.

Bereits im Jahre 2002 hat die Westfälische Wilhelms-Universität in Münster dies als erste Hochschule in der Bundesrepublik erkannt und den akkreditierten, interdisziplinären Postgraduiertenstudiengang Mergers & Acquisitions ins Leben gerufen. Im Rahmen dieses Studiums werden durch renommierte Wissenschaftler und erfahrene M&A-Praktiker die rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen Grundlagen vermittelt, welche die kommende Generation der M&A-Berater auf ihre anspruchsvollen Aufgaben vorbereiten sollen. Informationen zum Studiengang erhalten Sie unter: <https://www.jurgrad.de/>.

Der M&A Alumni Deutschland e.V. versteht sich in diesem Kontext als ein Forum von und für M&A-Berufsträger, die es sich zur Aufgabe machen, den Zugang zur M&A nahen Forschung zu erleichtern und die so gewonnenen Erkenntnisse in die Praxis zu übertragen. Neben der Ausrichtung von Fachsymposien und Konferenzen, der Förderung von Fachpublikationen und der Organisation von Forschungswettbewerben soll dies auch durch den gesellschaftsübergreifenden Gedankenaustausch im Hinblick auf M&A-relevante Themen ermöglicht werden. Informationen zum Verein finden Sie unter: <http://www.ma-alumni.com>.

Der vorliegende Sammelband vereint unter dem Titel „Forum Mergers & Acquisitions“ eine Auswahl an Beiträgen unseres 5. Fachsymposiums „Mergers & Acquisitions im Spannungsfeld der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften – Aktuelle Erkenntnisse aus Forschung und Praxis“, das am 20.04.2018 in den Räumlichkeiten der Technischen Universität Bergakademie Freiberg in Freiberg veranstaltet wurde. Wir danken den Autoren, dass sie durch ihre Beiträge zur erfolgreichen Realisierung des Buchprojekts beigetragen haben. Zudem danken wir der wissenschaftlichen Leitung – Frau Univ.-Prof. Dr. Jutta Stumpf-Wollersheim und Herrn Univ.-Prof. Dr. Andreas Horsch – für ihre wertvolle fachliche Unterstützung, die Begutachtung und Auswahl der eingereichten Abstracts sowie für das Lektorat der Beiträge und die reibungslose Koordination des Publikationsprozesses.

Darüber hinaus danken wir dem Rektor der TU Bergakademie Freiberg, Herrn Univ.-Prof. Dr. Klaus Dieter Barbknecht, für seine großzügige Gastfreundschaft, sowie den Wissenschaftlichen Mitarbeitern der TU Bergakademie Freiberg, Frau Anne Haufe, Herrn Benjamin Aust und Herrn Jonathan Biehl, für ihre Bereitschaft, während der Tagung als Track-Chair zur Verfügung zu stehen und die Diskussionsleitung zu übernehmen.

Münster, im April 2019

Dr. Gerrit Hellmuth Stumpf, LL.M., EMBA  
Präsident des M&A Alumni Deutschland e.V.



# Inhalt

**Editorial: Rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Analyse  
von Mergers & Acquisitions.....1**  
*Andreas Horsch und Jutta Stumpf-Wollersheim*

## Mergers & Acquisitions aus rechtswissenschaftlicher Perspektive

**Non Disclosure Agreements: Rechtliche Hintergründe und konzeptionelle  
Anforderungen .....19**  
*Christian Altenhofen*

**Kaufpreismechanismen, insbesondere Earn-Out-Klauseln in  
Unternehmenskaufverträgen – Kritische Analyse rechtlicher  
Ausgestaltungsmöglichkeiten .....29**  
*Christian Schröder*

**Hauptversammlungskompetenzen beim Beteiligungserwerb –  
Der Fall Bayer/Monsanto .....65**  
*Marco Staake*

## Mergers & Acquisitions aus wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive

**Die Unternehmensbewertung von Start-up Unternehmen .....85**  
*Ruben Becker*

**Strategic Orientations, Acquisitive Growth, and Continuous Adaptation.103**  
*Sebastian Dewanger und Florian Bauer*

**The Cultural Perspective of Mergers & Acquisitions:  
An Exploratory Study .....119**  
*Michael B. Hinner*

**Informationswirkungen steuerlicher Vorteile auf die Grenzpreisbildung –  
Eine Analyse am Beispiel grenzüberschreitender  
Unternehmenserwerbe.....145**  
*Harald Jansen, Maximilian Fleischer und Thi Kieu Oanh Noack*

**Buy vs. Partner? Entwicklung eines strategischen Entscheidungstools für  
die Softwareindustrie .....169**  
*Philipp Wehn und Fabian Reck*



# Editorial: Rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Analyse von Mergers & Acquisitions

Andreas Horsch und Jutta Stumpf-Wollersheim\*

## 1 Aktualität und Relevanz von M&As

Mergers & Acquisitions (M&As) umfassen bestimmte Transaktionen auf dem Markt für Unternehmensanteile. Es gibt zwar bis heute keine allgemein anerkannte Standarddefinition, doch lässt sich basierend auf der Standardliteratur wie folgt abgrenzen<sup>1</sup>: Unter einem „Merger“ versteht man eine Fusion oder Verschmelzung von mindestens zwei zuvor rechtlich und wirtschaftlich eigenständigen Unternehmen, indem die Vermögen der Fusionspartner in einem (bereits existierenden oder hierfür neu geschaffenen) Unternehmen zusammengeführt werden und hierbei zumindest ein Fusionspartner seine vorherige Selbständigkeit aufgibt. Unter einer „Acquisition“ wird demgegenüber der Erwerb von wesentlichen Teilen eines Unternehmens in unmittelbarem (Erwerb von Vermögensgegenständen) oder mittelbarem (Erwerb von Unternehmensanteilen) Sinn verstanden, wobei beide Unternehmen fortbestehen können, insgesamt jedoch Rechte und Freiheiten beim Ankäufer zu-, beim Transaktionspartner (Target) abnehmen.

Unabhängig davon, wie M&As genau gefasst werden, besteht ihr gemeinsamer Nenner also darin, dass wesentliche Teile eines Unternehmens an neue Eigentümer übergehen. Während M&As daher in marktwirtschaftlichen Systemen permanent stattfinden, sind es dennoch Transaktionen *sui generis*. Hierfür sorgen die Eigenschaften der Transaktionen selbst, in quantitativer Hinsicht insbesondere ihr Transaktionsvolumen, in qualitativer Hinsicht ihre Komplexität. Hinzu kommen Wirkungen der Transaktion, die sich auf Marktprozesse, -strukturen und -regeln<sup>2</sup> beziehen können. Klassisch sind in dieser Hinsicht M&As, durch die sich die Marktstruktur bzw. -form in Richtung eines Oligopols oder gar Monopols verändert, woraus eine marktbeherrschende Stellung erwächst, die unerwünschte Marktprozesse in Form von Nachverhandlungen mit Lieferanten und Kunden nach sich zieht – worauf staatliche Institutionen reagieren, indem sie Marktregeln strenger anwenden oder sogar neu kreieren. Das aktuell eindrucklichste Beispiel hierfür stellt die Akquisition der US-amerikanischen *Monsanto* durch die deutsche *Bayer AG* dar, woraus eine marktbeherrschende Stellung

---

\* Andreas Horsch ist Inhaber des Lehrstuhls für ABWL mit dem Schwerpunkt Investition & Finanzierung, Jutta Stumpf-Wollersheim ist Inhaberin des Lehrstuhls für ABWL, insbesondere Internationales Management und Unternehmensstrategie, an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Technischen Universität Bergakademie Freiberg.

1 Vgl. stellvertretend *DePamphilis* (2017), S. 16f.

2 Dem liegt die Auffassung von Märkten als Institutionen zugrunde, bestehend aus „beobachtbaren Marktprozessen, geordnet nach Marktregeln und einer Marktstruktur als Inbegriff für die Gesamtheit an faktischen Einflussgrößen, nach denen Marktprozesse erklärt werden“, *Schneider* (1997), S. 237.

insbesondere bei Saatgütern abgeleitet wurde, die zu zahlreichen Auflagen der Genehmigungsbehörden geführt hat.<sup>3</sup>

Zeitgleich sind M&As ausgangs der 2010er Jahre zu einem vielbeachteten Thema dadurch geworden, dass Akquisiteure aus bestimmten Ländern besonders massiv auftreten und ihre Akquisitionsbemühungen nicht zuletzt auf Targets richten, die aus Sicht (der Regierungen) anderer Länder eben nicht in dieses fremde Eigentum übergehen sollen, weil hieraus der Verlust von Schlüsseltechnologien oder gar Gefährdungen der nationalen Sicherheit befürchtet werden. Offensichtlich sind diese Befürchtungen vor allem im Kontext von Transaktionen geworden, in denen chinesische Unternehmen als Akquisiteure auftreten. Chinesische Akquisiteure, deren Interesse sich auf US-amerikanische Targets richtet, sind elementarer Bestandteil des aktuellen Wirtschaftskonflikts zwischen China und den Vereinigten Staaten.<sup>4</sup>

Aber auch in anderen Ländern der Welt<sup>5</sup> und nicht zuletzt in Deutschland werden die chinesischen Akquisitionsbemühungen kritisch betrachtet, was hierzulande über die (marktwirtschaftlich nicht unbedenkliche) staatliche Initiierung bestimmter Marktprozesse sowie eine staatliche Intervention im Dezember 2018 zu einer Novellierung einschlägiger Marktregeln geführt hat:

Den seit Anfang 2018 geplanten Erwerb von 20% der Anteile am deutschen Übertragungsnetzbetreiber *50Hertz* durch die (staatliche) chinesische *SCGG* konnte die deutsche Regierung aufgrund der zu geringen Quote nicht untersagen. Angesichts der Bedeutung von *50Hertz* für die deutsche Stromversorgung schien ihr eine Intervention dennoch geboten, weswegen sie den Mehrheitseigentümer *Elia* bis zum Sommer davon überzeugte, sein Vorkaufsrecht bei Verkäufen von Minderheitseigentümern geltend zu machen, wobei *Elia* die erworbenen Anteile nur zum Teil behielt: Teile veräußerte sie anschließend an die – eher staatsnahe denn -ferne – *Kreditanstalt für Wiederaufbau*.<sup>6</sup>

Anfang August 2018 untersagte die deutsche Bundesregierung erstmals den Verkauf eines deutschen Unternehmens an chinesische Investoren. Maßgeblich für ihr Veto gegen die Übernahme des mittelständischen Maschinenbauers *Leifeld Metal Spinning* durch die chinesische *Yantai Taihai*-Gruppe (die daraufhin ihr Angebot zurückzog, bevor das Veto tatsächlich vollzogen wurde) waren sicherheitspolitische Bedenken.<sup>7</sup>

Unter dem Eindruck vorgenannter Transaktionen beschloss die Bundesregierung im Dezember 2018 eine zwölfte Novelle der Außenwirtschaftsverordnung (AWV)<sup>8</sup>. Zentrale Änderung ist die Absenkung des Schwellenwertes, ab dem eine Akquisition Gegenstand der Außenwirtschaftsprüfung durch das Bundeswirtschaftsministerium wird („Prüfeintrittsschwelle“): Bislang wurde diese ausgelöst, wenn 25% der Stimmrechte an einem inländischen Unternehmen an einen unionsexternen Akquisiteur überzugehen drohten. Dieser Wert wird mit Blick auf den denkbaren Einfluss von Minderheitseigentümern auf 10% abgesenkt und er gilt „insbesondere bei besonders verteidigungsrelevanten Unternehmen sowie bei Beteiligungserwerben an Unternehmen, die bestimmte, besonders sicherheitsrelevante zivile Infrastrukturen

3 Vgl. einführend etwa *Haucap* (2016); ausführlich *Lianos/Katalevsky* (2017).

4 Vgl. *Tingley et al.* (2015); *Zhu* (2018).

5 Vgl. stellvertretend die Bedenken europäischer Staaten gegenüber chinesischen Akquisitionen im europäischen Energiesektor in Volume 101 (Feb 2017) der Zeitschrift *Energy Policy*, im Überblick *Conrad/Kostka* (2017).

6 Vgl. *Bickenbach/Liu* (2018).

7 Vgl. ausführlich *Rüchardt/Meier* (2018).

8 Zwölfte Verordnung zur Änderung der Außenwirtschaftsverordnung, veröffentl. im BAnz AT 28.12.2018 V1.

betreiben oder Leistungen im Umfeld solcher Infrastrukturen erbringen. Bestimmte Unternehmen der Medienwirtschaft, die mittels Rundfunk, Telemedien oder Druckerzeugnissen zur öffentlichen Meinungsbildung beitragen und sich durch besondere Aktualität und Breitenwirkung auszeichnen, werden neu in den Kreis dieser Unternehmen aufgenommen<sup>9</sup>.

M&As stellen somit ein besonders aktuelles und relevantes Themenfeld dar, mit dem sich Theorie und Praxis gleichermaßen beschäftigen sollten. Mit dieser Aufsatzsammlung sowie den weiteren Beiträgen zu der Konferenz, aus der sie hervorgegangen ist, soll ein Beitrag zum Diskurs der M&A-Forschung im Spannungsfeld der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften geleistet werden.

## 2 Mergers & Acquisitions aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive

### 2.1 M&As als Forschungsgegenstand

Die Größenordnung und Komplexität der Transaktion sowie ihre Folgewirkungen und die resultierenden Unsicherheiten sorgen bereits dafür, dass M&As zu den anspruchsvollsten Handlungsmöglichkeiten gehören, über die Unternehmen in marktwirtschaftlichen Systemen verfügen. Der arttypische Druck auf beteiligte Entscheidungsträger steigt zudem regelmäßig dadurch, dass das M&A-Geschehen zyklische Strukturen aufweist, es in größeren Zeitabständen zu „merger waves“ kommt, die bis zu „merger manias“ überhitzen können.<sup>10</sup> Auch abseits dieser Spitzenzeiten, in denen die Entscheidungsfindung unter einem besonderen (inhaltlichen wie zeitlichen) Druck erfolgt, kann über M&As umso sinnvoller entschieden werden, je umfassender und präziser sie analysiert und bewertet worden sind. Eine solche Analyse und Bewertung erfolgt sowohl aus rechts- als auch aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht.

In der Betriebswirtschaftslehre werden M&As aus den Blickwinkeln der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre sowie aus den Perspektiven der verschiedensten Teildisziplinen analysiert. Beispielhaft lassen sich nennen:

- Die (Bewertungs-)Bedürfnisse von M&A-Beteiligten waren maßgeblicher Treiber für die Entwicklung des Shareholder-Value-Ansatzes, dessen Bedeutung heute weit über den Bereich der Unternehmensbewertung hinausgeht, da er auf neue Oberzielgrößen von Unternehmen und daran anknüpfende Konzepte etwa zur Performancemessung von Managern geführt hat. Die entsprechende Kontrolle kann dabei nicht nur durch speziell dafür geschaffene unternehmensinterne Organe, sondern auch durch die (Kapital-)Marktteilnehmer ausgeübt werden (market for corporate control<sup>11</sup>).
- Im Bereich der Unternehmensfinanzierung zählen M&As zu den Musterbeispielen für großvolumige Vorhaben, die einen zielgerichteten Mix verschiedenster Varianten der Beteiligungs-, Kredit- sowie Hybridfinanzierung benötigen.<sup>12</sup> In der Folge

---

9 Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (2018), S. 9.

10 Vgl. ausführlich etwa Gugler/Mueller/Weichselbaumer (2012), speziell zur merger mania der 1980er Jahre seinerzeit Tichy (1990).

11 Vgl. grundlegend Jensen/Ruback (1983). Mit Bezug zu diesem Konzept sowie weiteren Nachweisen vgl. auch den Beitrag von Jansen/Fleischer/Noack, in diesem Buch.

12 Vgl. stellvertretend „The Art of Financing and Refinancing“ bei Reed/Lajoux/Nesvold (2007), S. 141ff.

gehört die Akquisitionsfinanzierung zu den zentralen Feldern von Theorie und Praxis der sogenannten Structured Finance.<sup>13</sup>

- Fragestellungen des Marketing wurden im M&A-Kontext lange unterschätzt; inzwischen ist die Rolle der Kunden, die auf andere Weise als durch einen gestiegenen Unternehmenswert von der Sinnhaftigkeit der Transaktion überzeugt werden müssen, jedoch nachdrücklich aufgezeigt worden.<sup>14</sup>
- Die Strategieforschung betrachtet M&A als Bestandteil der Unternehmens- und Wachstumsstrategie und beschäftigt sich etwa mit der Frage der erfolgreichen Umsetzung von M&A-Transaktionen.<sup>15</sup> Obgleich im Zuge der Erfolgsfaktorenforschung neben harten Kriterien auch weichere Faktoren Berücksichtigung finden und obgleich – an der Schnittstelle zur Organisationsforschung – auch dem organisationalen Wandel eine hohe Aufmerksamkeit zuteil wird,<sup>16</sup> gibt es (noch) kein Erfolgsrezept im Sinne eines Garanten für das erfolgreiche Durchführen einer M&A-Transaktion.
- Eng hiermit zusammen hängt die Organisationsforschung, in der Wissenschaftler – neben dem bereits erwähnten organisationalen Wandel – etwa interorganisationale Routinen<sup>17</sup> oder M&A-Fähigkeiten bzw. Erfahrungs- oder Lerneffekte von Unternehmen untersuchen.<sup>18</sup> Aufgrund der Untersuchungen zu Erfahrungs- bzw. Lerneffekten von Unternehmen könnte man schlussfolgern, dass der Erfolg einer M&A-Transaktion zumindest teilweise durch eben solche Effekte beeinflusst wird.
- Letztlich sei an dieser Stelle beispielhaft noch die Personalforschung genannt. Aus Personalperspektive stehen die Mitarbeiter im Fokus der Betrachtung. Dementsprechend sind hier Beiträge einzuordnen, die etwa die Unternehmenskultur, die Kommunikation oder auch den Bereich der Unternehmensführung thematisieren.<sup>19</sup> Auch wenn solche weichen Faktoren zweifelsohne schwieriger greif- und messbar sind, kommt ihnen im M&A-Kontext offenbar eine hohe Bedeutung zu.

Im Schnittgebiet von Rechts- und Wirtschaftswissenschaften finden sich insbesondere Arbeiten, welche die Relevanz der geltenden institutionellen Rahmenbedingungen für das Handeln der Marktteilnehmer untersuchen.<sup>20</sup> Darüber hinaus sind M&A-Transaktionen Gegenstand verschiedenster Teilgebiete der Rechtswissenschaften und -praxis:

- Aus ihrer Natur heraus führen M&A-Transaktionen regelmäßig zu größeren Unternehmen bei einer gleichzeitig schrumpfenden Zahl von Wettbewerbern. Hieraus

---

13 Vgl. als einführende Gesamtdarstellung aktuell *Caselli/Gatti* (2017).

14 Vgl. grundlegend *Homburg/Bucerius* (2005).

15 Vgl. beispielsweise *Bauer/Matzler* (2013); *Goranova/Priem/Ndofor/Trahms* (2017); *Heimeriks/Gates/Zollo* (2008); *Trichterborn/Zu Knyphausen-Aufseß/Schweizer* (2015).

16 Vgl. beispielsweise *Chung/Du/Choi* (2014).

17 Vgl. beispielsweise *Zollo/Reuer/Singh* (2002).

18 Vgl. beispielsweise *Haleblian/Finkelstein* (1999); *Haleblian/Rajagopalan* (2006); *Heimeriks/Schijven/Gates* (2012); *Voss* (2008).

19 Vgl. beispielsweise *Heby* (2007); *Schweiger/DeNisi* (1991); *Strähle* (2004); *Weber/Camerer* (2003).

20 Vgl. stellvertretend zur Relevanz M&A-spezifischer Rechtsvorschriften für das M&A-Geschehen und den zugehörigen „market for corporate control“ *Lel/Miller* (2015); speziell zur (Dividenden-)Wirksamkeit neu installierter M&A-Gesetzgebung *Glendening et al.* (2016).

können schwierige wettbewerbs- und kartellrechtliche Fragestellungen resultieren, wie zuletzt die *Bayer/Monsanto*-Transaktion sehr deutlich gemacht hat.<sup>21</sup>

- Werden M&A-Transaktionen mit der Chance begründet, Synergiepotentiale realisieren zu können, verbirgt sich hierhinter regelmäßig auch die Absicht, Leer- bzw. Überkapazitäten abzubauen. Neben einer Zusammenlegung und besseren Auslastung technischer Infrastruktur beinhaltet das häufig auch das Freisetzen von Arbeitskräften, woraus sich anspruchsvolle arbeitsrechtliche Herausforderungen ergeben.<sup>22</sup>
- M&A-Transaktionen verändern die beteiligten Unternehmen und mithin auch ihre Rechte und Pflichten, nicht zuletzt in steuerlicher Hinsicht.<sup>23</sup> Besonders komplex wird die dem Grunde nach stets relevante abgabenrechtliche Seite von M&A-Transaktionen dann, wenn sie grenz- und damit auch jurisdiktionsübergreifend wirken: Es sind dann mindestens zwei (Steuer-)Rechtssysteme relevant, deren abgestimmte Berücksichtigung bestehende Probleme der Besteuerung verschärfen und ihnen überdies weitere hinzufügen kann.<sup>24</sup>
- M&A-Transaktionen vollziehen sich stets in einem konkreten institutionellen Rahmen, der nicht zuletzt aus geschriebenem Recht besteht. Allerdings sind allgemeine Gesetze und andere Normensammlungen naturgemäß nicht dazu geeignet, sämtliche Spezifika eines ebenso komplexen wie singulären Einzelfalls erschöpfend zu regeln. In der Folge kommt den transaktionsspezifischen Abmachungen zwischen den Beteiligten eine herausragende Bedeutung zu. Mit M&A-Transaktionen sind deswegen zahlreiche und anspruchsvolle vertragsrechtliche Fragen verbunden.<sup>25</sup>
- Bei M&A-Transaktionen, die auf die Übernahme börsennotierter Zielgesellschaften gerichtet sind, kommt als zusätzliches Gebiet das Börsen- und Kapitalmarktrecht hinzu. Ein zentrales Problemfeld stellen hier zum einen die mit einer Transaktion verbundenen Publizitätspflichten dar, mit denen die zwangsläufig auftretenden Informationsasymmetrien zwischen den unmittelbar Beteiligten sowie dem Kapitalmarktpublikum abgebaut werden sollen<sup>26</sup> und zum anderen die speziellen übernahmerechtlichen Fragestellungen, die hierzulande in dem unionrechtlich harmonisierten Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz reglementiert worden sind.<sup>27</sup>

Die vorgenannten Kernaspekte von M&A-Transaktionen machen deren ausgesprochene Vielschichtigkeit aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht deutlich. Da bereits in diesen Bereichen zahlreiche Teilfragen zu beantworten sind, und sich zudem marktliche wie rechtliche Rahmenbedingungen im konstanten Wandel befinden, so dass selbst altbekannte Problemstellungen immer wieder neu zu bewerten sind, stellen M&As Theorie wie Praxis kontinuierlich vor neue Herausforderungen.

---

21 Vgl. zu dieser Transaktion u.a. *Kumar* (2019), darüber hinaus *Bender* (2012); *Palzer* (2014); mit besonderem Bezug zum deutschen Übernahmerecht *Stumpf* (2014); *Stumpf/Schoppmann* (2011).

22 Vgl. etwa *Jung* (2012); *Nazari-Khanachayi* (2012); sowie aktuell ausführlich *Papmehl/Teichmanis* (2019), S. 135ff.

23 Vgl. einführend etwa v. *Schweinitz/Pfeiffer* (2017); ausführlich *Haase* (2015).

24 Vgl. exemplarisch *Herger et al.* (2015).

25 Vgl. stellvertretend *John/Tresser* (2011); *Satish* (2011); sowie aktuell insbes. *Vetter* (2018).

26 Vgl. etwa *Brellocks* (2016). Zur besonderen Bedeutung des Rechts der Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität im Kontext von M&A-Transaktionen vgl. ausführlich *Hopt/Kumpan* (2017).

27 Vgl. stellvertretend *Stumpf* (2004); *Stumpf/Schoppmann* (2011); *Stumpf* (2014).

## 2.2 Aktuelle Analysen von M&As aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive

### 2.2.1 Überblick zur Konferenz

Die Bedeutung von M&As für Theorie und Praxis spiegelt sich nicht zuletzt im Ent- und Bestehen des M&A Alumni Deutschland e.V. wider. Zu seinen Kernaktivitäten zählt die Konferenzreihe, nach der Kapitel B dieser Einführung benannt ist. Die inzwischen fünfte Veranstaltung dieser Reihe fand am 20. April 2018 an der Technischen Universität Freiberg statt.<sup>28</sup> In alphabetischer Reihenfolge umfasste das Tagungsprogramm die folgenden 17 angenommenen Beiträge:

- Dr. *Christian Altenhofen* (Taylor Wessing Partnerschaftsgesellschaft mbB): Non-Disclosure Agreements: Rechtliche Hintergründe und konzeptionelle Anforderungen an die Praxis
- Dr. *Ruben Becker* (Freiberuflicher Unternehmensberater): Von Einhornern und Milliarden
- *Martin Bialluch* (Albert-Ludwigs-Universität Freiburg): Die Ausstrahlungswirkungen des Umwandlungsgesetzes
- *Sebastian Dewanger* (Universität Innsbruck) und Prof. Dr. *Florian Bauer* (Lancaster University): Strategic orientations, acquisitive growth, and continuous adaptation
- *Maximilian Fleischer*, *Thi Kieu Oanh Noack* und Prof. Dr. *Harald Jansen* (Universität Jena): Informationswirkungen steuerlicher Vorteile auf die Grenzpreisbildung – Eine Analyse am Beispiel grenzüberschreitender Unternehmenserwerbe
- Dr. *Benjamin Hammer* (HHL – Handelshochschule Leipzig), *Nils Janssen* (HHL – Handelshochschule Leipzig), Prof. Dr. *Denis Schweizer* (Concordia University) und Prof. Dr. *Bernhard Schwetzler* (HHL – Handelshochschule Leipzig): Do private equity firms pay for synergies?
- Prof. Dr. *Michael B. Hinner* (Technische Universität Bergakademie Freiberg): The cultural perspective of mergers & acquisitions: An exploratory study
- Dr. *Steffen Hundt* (Technische Universität Bergakademie Freiberg): Banks acquire FinTechs – A shareholder perspective
- *Julian Kaboth*, *Maximilian Schreiter* und Prof. Dr. *Bernhard Schwetzler* (HHL Leipzig): Liquidationspräferenzen und ihre Bedeutung für Venture Capital Finanzierungen
- Prof. Dr. *Michael Leyer* (Universität Rostock): Acquiring IT teams by M&A to digitize operations. How does it work?
- *Daniel Moradi Kahlou* und *Benjamin Moradi Kahlou* (Universität Bielefeld): Wettbewerbsneutralität durch die Market Abuse Directive – Ein Vortrag über das europäische Insiderhandelsverbot unter besonderer Berücksichtigung von M&A-Transaktionen
- *Fabian Reck* und *Philipp Wehn* (Otto-Friedrich-Universität Bamberg): Buy vs. Partner? Entwicklung eines strategischen Entscheidungstools für die Softwareindustrie

---

28 Für einen kompakten Konferenzbericht, auf dem auch der Einstieg zu diesem Teilkapitel basiert, vgl. *Horsch/Stumpf-Wollersheim* (2018).

- *Christian Schröder* (RWE AG): Kaufpreismechanismen, insbesondere Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen – Kritische Analyse rechtlicher Ausgestaltungsmöglichkeiten
- *Jan Singbartl* (Ludwig-Maximilians-Universität): Der Diskussionsentwurf zur Musterfeststellungsklage – notwendiges Übel oder längst überfällige Errungenschaft?
- PD Dr. *Marco Staake* (Universität Bayreuth): Hauptversammlungskompetenzen beim Beteiligungserwerb
- *Georg Strangalies* (Technische Universität Bergakademie Freiberg): Digitalisierung als ein Erfolgsfaktor für M&A-Transaktionen: Ein konzeptioneller Ansatz
- *Lukas Wernert* (Albert-Ludwigs-Universität Freiburg): Die Rolle des „Committee on Foreign Investment in the United States“ bei Transaktionen mit US-Bezug.

Auf einem Teil der präsentierten Konferenzbeiträge basiert das vorliegende Buch. Die nachfolgenden Teilkapitel geben einen ersten Überblick zu den Themen und Inhalten der im Anschluss folgenden Einzelbeiträge.

### 2.2.2 Rechtswissenschaftliche Beiträge

Anders als im Modell treffen reale Unternehmer ihre Entscheidungen stets unter mehr oder weniger unvollkommener Information. Um rechtlich zulässige und ökonomisch sinnvolle Entscheidungen zu treffen, versuchen sie im Vorfeld regelmäßig, ihre Informationsdefizite zu reduzieren, wofür neben eigener Informationsbeschaffung (screening) auch Informationsbereitstellung besser informierter Akteure (signaling) nützlich sein kann.<sup>29</sup> Bei der Anbahnung von M&A-Transaktionen entsteht hier indes ein fundamentaler Interessenkonflikt: Entscheidungsträger auf Seiten des Akquisiteurs beanspruchen möglichst umfassende entscheidungsrelevante Informationen. Entscheidungsträger auf Seiten des Targets müssen indes – selbst bei im Grundsatz nicht feindlichen Transaktionen – ins Kalkül ziehen, inwieweit sie (nicht-öffentliche) Informationen weitergeben dürfen und wollen, wenn diese sich im ungünstigen Fall zum Nachteil des Targets auswirken könnten, etwa wenn die Transaktion (z.B. aufgrund staatlicher Intervention) letztlich scheitert, die Informationsübermittlung aber naturgemäß nicht rückgängig zu machen ist.<sup>30</sup> Ein institutionelles Design, mit dem dieses Problem adressiert wird, sind Confidentiality bzw. Non-Disclosure Agreements (NDAs).<sup>31</sup> *Christian Altenhofen* erläutert vor diesem Hintergrund zunächst das Bedürfnis der Transaktionsparteien nach entsprechenden Vereinbarungen. Im Anschluss werden die wesentlichen Bestandteile eines umfassenden NDAs herausgearbeitet – ebenso wie die Feststellung, dass reale NDAs weniger dem Ideal als den Verhandlungspositionen der Beteiligten entsprechen.

In Unternehmenstransaktionen ist zunehmend zu beobachten, dass die Risikobereitschaft seitens der Käufer abgenommen hat. Unternehmenstransaktionen scheitern mitunter daran, dass Käufer und Verkäufer aufgrund unterschiedlicher Ertragsprognosen und Einschät-

---

29 Einführend zu diesen fundamentalen, auf die Beiträge von *Michael Spence* und *Joseph Stiglitz* zurückgehenden Konzepten, deren Urheber für ihre Beiträge zur Theorie der (asymmetrischen) Information 2002 den „Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften“ gemeinsam mit *George Akerlof* erhielten, vgl. aktuell *Kamenica* (2017).

30 Vgl. einführend etwa *Joy* (2018), S. 97ff.

31 Für eine ausführliche, auch empirische Analyse von NDAs vgl. aktuell *Fidrmuc/Xia* (2017).



zungen bezüglich des Unternehmenswerts unterschiedliche Vorstellungen davon haben, welcher Kaufpreis vereinbart werden soll. Um dieser Problematik zu begegnen und die geringere Risikobereitschaft zu kompensieren, können Kaufpreismechanismen in Unternehmenskaufverträge aufgenommen werden. Ziel dabei ist es, die Risiken zwischen Käufer und Verkäufer aufzuteilen und einen wertgerechten Kaufpreis zu finden. *Christian Schröder* erläutert in seinem rechtswissenschaftlichen Beitrag gängige Kaufpreismechanismen – insbesondere Earn-Out-Klauseln –, zeigt deren Vor- und Nachteile für Käufer und Verkäufer auf und analysiert Vertragsgestaltungen, um entsprechende Gestaltungsempfehlungen ableiten zu können.

Aus ihrer Natur heraus sind M&As für die beteiligten Unternehmen außerordentlich großvolumige Transaktionen, deren Scheitern massive Erfolgs- und Liquiditätseffekte bis hin zur Insolvenz nach sich ziehen kann. Gleichzeitig ist das Gelingen von M&A-Projekten durch ihre hohe Komplexität gefährdet, da die Transaktionen erhebliche Veränderungen in zahlreichen Unternehmensbereichen – von der Zusammensetzung des Leitungsorgans über die strategische Ausrichtung bis in operative Entscheidungen im Beschaffungs-, Produktions-, Absatz- oder Finanzbereich – und im Vorfeld entsprechenden Unsicherheiten induziert.<sup>32</sup> M&As sind keine Standard-, sondern Ausnahmesituationen und -transaktionen für Akquisiteur wie Target. Hieraus leitet sich die Frage ab, welche Organe eines Unternehmens in welcher Form an den notwendigen Entscheidungsfindungen zu beteiligen sind. *Marco Staake* untersucht für den exemplarischen Fall der Akquisition der US-amerikanischen *Monsanto* durch die deutsche *Bayer AG*,<sup>33</sup> inwieweit die Hauptversammlung (HV) der Letztgenannten involviert war bzw. hätte involviert sein müssen. Hierfür analysiert er die geschriebenen Hauptversammlungskompetenzen des deutschen Aktiengesetzes ebenso wie die ungeschriebenen HV-Kompetenzen, welche sich aus Literatur bzw. Richterrecht, insbesondere den sog. *Holzmilller-* (1982) und *Gelatine-*Entscheidungen (2004) des BGH ableiten lassen.<sup>34</sup> Die Analyse mündet in die Schlussfolgerung des Verfassers, dass die HV nicht zu beteiligen war, Vorstand und Aufsichtsrat ohne sie entscheiden durften. Ob die formal nicht erforderliche Einbeziehung der HV allerdings materiell sinnvoll gewesen wäre, werde sich indes erst langfristig – ausgehend vom dahingehenden Erfolg der Transaktion – erweisen.

### 2.2.3 Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge

Im Rahmen von M&As kommt dem Thema Unternehmensbewertung generell eine hohe Bedeutung zu. Speziell für potenzielle Venture Capital-Investoren steht der Unternehmenswert im Zentrum der Betrachtung. Venture Capital Investoren investieren in der Regel mit der Absicht in Start-ups, ihre Anteile am Unternehmen zu einem späteren Zeitpunkt ganz oder teilweise zu veräußern. Insofern ist aus ihrer Sicht der erwartete Unternehmenswert des jeweiligen Start-ups zum Zeitpunkt der Veräußerung von Unternehmensanteilen relevant; denn dieser determiniert letztlich die Höhe der durch die Investition erwirtschafteten Erträge. Der Frage, wie der erwartete Unternehmenswert von Start-ups (die in kurzer Zeit sehr hohe Unternehmenswerte erzielen können, sogenannte Unicorns) bestimmt werden kann, widmet sich

---

32 Vgl. plastisch zu Größe, Komplexität und Grad der Strukturierung als Dimensionen für die Charakterisierung von M&A-Transaktionen *Lucks/Meckl* (2015), S. 264ff.

33 Für eine kompakte Darstellung dieser Transaktion vgl. *Kumar* (2019).

34 Für einen einführenden Überblick über „Ungeschriebene Zuständigkeiten nach der Rechtsprechung“ vgl. etwa *Wallisch* (2012), S. 28ff.

*Ruben Becker* in seinem Beitrag. Nach einer kurzen Einführung zu theoretischen Grundlagen, in denen er ausgehend von der Vorstellung herkömmlicher Bewertungsmethoden deren Grenzen für Startup-Unternehmen aufführt, stellt der Verfasser die Venture Capital Methode in den Mittelpunkt. Der Verfasser beansprucht für sich, Praktikern einen Leitfaden zur Anwendung der Venture Capital Methode zur Verfügung zu stellen und zugleich auf eine wichtige Forschungslücke hinzuweisen, nämlich die wissenschaftliche Erprobung der Methode, die bislang in der Literatur keine Beachtung findet.

Unternehmen stehen zunehmend vor der Herausforderung, unter sich ändernden Umweltbedingungen agieren zu müssen. Um in einer dynamischen Umwelt erfolgreich sein zu können, bedarf es seitens der Unternehmen bestimmter Fähigkeiten, nämlich der Fähigkeit zu erkennen, dass sich im Umfeld etwas ändert und durch Anpassung entsprechend auf diese Änderung zu reagieren (sogenannte *dynamic capability*<sup>35</sup>). *Sebastian Dewanger* und *Florian Bauer* beschäftigen sich mit der Frage, inwieweit die wichtige Fähigkeit eines Unternehmens zur kontinuierlichen Anpassung (*ability of continuous adaptation*) gefördert werden kann. Dabei ist ihre Untersuchung im M&A-Kontext deswegen interessant, weil die Verfasser ihre unabhängigen Variablen aus dem M&A-Kontext wählen. Konkret gehen sie davon aus, dass die Fähigkeit zur kontinuierlichen Anpassung beeinflusst wird durch das Zusammenspiel aus (1) der strategischen Orientierung akquirierender Unternehmen (*market orientation* vs. *entrepreneurial orientation*), (2) den von akquirierenden Unternehmen gewählten Wachstumsmodi (*network acquisitions* vs. *strategic acquisitions*) und (3) der Akquisitionsintensität. Basierend auf Befragungsdaten von 113 primär mittelständischen Unternehmen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersuchen die Verfasser das Zusammenspiel der Variablen und die entsprechenden Einflüsse auf die Fähigkeit der kontinuierlichen Anpassung. Ausgehend von ihrer Untersuchung konstatieren sie, dass die Fähigkeit eines Unternehmens zur kontinuierlichen Anpassung künftig im Fokus stehen sollte, wenn es darum geht, den Beitrag von Akquisitionen zu strategischen Zielen zu bestimmen.

Zahlreiche empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Mehrheit von M&A-Transaktionen auf lange Sicht scheitern. Zu den zentralen Gründen zählen eine Fehleinschätzung von Synergiepotentialen<sup>36</sup>, d.h. die Überschätzung von Synergien sowie die Unterschätzung von Dissynergien. Letztere können insbesondere resultieren aus kulturellen Unterschieden der Transaktionspartner<sup>37</sup>. Vor diesem Hintergrund untersucht *Michael B. Hinner* relevante kommunikationstheoretische Ansätze daraufhin, inwieweit sie einen Beitrag dazu leisten können, M&A-typische Kommunikations- und Kulturprobleme besser zu bewältigen. Im Ergebnis zeigt sich, dass insbesondere zentrale Postulate der Expectation Confirmation Theory, der Social Exchange Theory sowie des Linking-Pin-Modells auch für M&As-Transaktionen relevant sind. Basierend auf den von diesen Ansätzen vermittelten Einsichten schlussfolgert der Verfasser, dass die – gerade in kultureller Hinsicht – sorgfältige Vorbereitung sowie Kommunikation einer M&A-Transaktion Unsicherheiten reduzieren sowie zur Herausbildung von Vertrauen zwischen den handelnden Personen in den beteiligten Unterneh-

---

35 Zum Dynamic Capability-Ansatz siehe beispielsweise *Eisenhardt/Martin* (2000); *Teece/Pisano/Shuen* (1997); *Zollo/Winter* (2002).

36 Zur „failure rate“ von M&As vgl. u.a. die Metaanalyse von *Meckl/Röhrle* (2017), m.w.N.; ferner *Bauer/Dao* (2017), m.w.N.; *Joy* (2018), S. 97. Speziell zur Bedeutung von Synergien vgl. ausführlich *Garzella/Fiorentino* (2017).

37 Vgl. ausführlich etwa *Teerikangas/Very* (2006); *Erel/Liao/Weisbach* (2012).

mungen beitragen, so dass die neue Institution die erhofften Synergiepotentiale möglichst umfassend erschließen kann.

Besteuerung gehört zu den elementaren Rahmenbedingungen unternehmerischer Aktivität im Allgemeinen, und damit auch von M&A-Transaktionen. Besonders komplex, aber auch relevant für unternehmerische Entscheidungskalküle wird diese staatliche Aktivität dann, wenn mehrere (Steuer-)Rechtsgebiete betroffen sind, wie im Beispiel grenzüberschreitender Transaktionen.<sup>38</sup> Eine aktuelle und relevante Forschungsfrage ist, inwieweit steuerpolitische Maßnahmen des Gesetzgebers die Inputvariablen von Investitionskalkülen – insbesondere also Cashflows und Zinssätze –, mithin Bewertungsergebnisse und damit auch die Formulierung von Grenzpreisen im Rahmen von M&A-Transaktionen beeinflussen. *Harald Jansen, Maximilian Fleischer und Thi Kieu Oanh Noack* modellieren hierfür eine agency-theoretisch geprägte Situation, in der potentielle Investoren ihre Kalküle und Grenzpreisbildungen auf Rechnungslegungsinformationen basieren, die grundsätzlich dazu geeignet sind, das bestehende Informationsgefälle zwischen berichtendem Target und interessierten Investoren abzubauen.<sup>39</sup> Indem die Verfasser zwei Investorentypen unterscheiden (im Sitzland des Targets bzw. anderswo ansässige), sind auch unterschiedliche Grade der Informationsasymmetrie relevant: Sitzlandexterne können die gelieferten Informationen weniger gut auswerten und behalten daher einen höheren Grad der Unsicherheit zurück. Ausgehend davon wird für steuerliche Fördermaßnahmen gezeigt, dass der Anteilserwerb an dadurch begünstigten Targets für Investoren aus Hochsteuerländern an Attraktivität verliert, für solche aus Niedrigsteuerländern hingegen attraktiver wird. Zudem kann ausgehend hiervon die Effektivität steuerlicher Fördermaßnahmen genauer erklärt werden als bisher.

Unternehmen, die nach Wachstum streben, erzielen das gewünschte Wachstum häufig durch externe Wachstumsmodi. Hierbei stehen ihnen grundsätzlich zwei Alternativen zur Verfügung: Unternehmen können entweder Unternehmenszukäufe tätigen oder Kooperationen eingehen („Buy vs. Partner“). *Philipp Wehn* und *Fabian Reck* widmen sich in ihrem Beitrag der Frage, wie die strategisch wichtige Entscheidung zwischen den beiden zur Verfügung stehenden Alternativen systematisch getroffen werden kann. Konkret verfolgen sie in ihrer Forschung das Ziel, ein strategisches Entscheidungstool für die Entscheidung „Buy vs. Partner“ in der Softwareindustrie – eine durch Schnellebigkeit und Innovation gekennzeichnete Branche, in der beide Alternativen (d.h. sowohl „Buy“ als auch „Partner“) eine wettbewerbsrelevante Rolle spielen – zu entwickeln. Zur Entwicklung des strategischen Entscheidungstools greifen die Verfasser auf den „Action Design Research“-Ansatz zurück und stellen somit die Praxisnähe der wissenschaftlichen Erkenntnisse sicher. Im vorliegenden Beitrag wird ein Katalog mit 17 Entscheidungskriterien vorgeschlagen, der die Grundlage für das noch zu testende und zu implementierende Entscheidungstool bilden soll.

### 3 Schlussbemerkung

Bereits die in diesem Buch erschienenen Beiträge machen die Vielschichtigkeit von M&A-Transaktionen aus rechts- wie wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive deutlich. *Harrison/*

38 Vgl. stellvertretend *Erel/Liao/Weisbach* (2012); *Huizinga/Voget/Wagner* (2012).

39 Zur (Informations-)Funktion des externen Rechnungswesens aus agencytheoretischer Sicht vgl. aktuell *Habib/Ranasinghe/Huang* (2018).

*Farrell* betonen: „each company is different, therefore every acquisition is different“<sup>40</sup>. Dieses Zitat illustriert einerseits einen der Gründe der Vielschichtigkeit des Themenfelds; andererseits kann es als Indiz dafür gewertet werden, dass die Marktteilnehmer selbst für einen permanenten Zuwachs an analysierbaren Transaktionen und damit für eine Grundlage für die künftige wissenschaftliche Auseinandersetzung mit M&As sorgen. Auch Impulse aus veränderten Marktstrukturen und -regeln – wie zuletzt der deutschen AWV-Novelle –, die das Wissen und Handeln der Marktteilnehmer verändern, verursachen weiteren Forschungsbedarf. Insofern ist davon auszugehen, dass es auch künftig einen regen Diskurs zu M&As geben wird. Um insbesondere einen interdisziplinären Diskurs anzuregen und der Wirtschaftspraxis Hintergrundwissen und Handlungsempfehlungen zukommen lassen zu können, soll die Konferenzreihe „M&As aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive“ auch künftig fortgesetzt werden.

Abschließend möchten wir den Teilnehmenden der Fachtagung *Mergers & Acquisitions im Spannungsfeld der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften* danken. Durch ihre Vortragsangebote, Diskussionsbeiträge und teilweise kritischen Fragen haben sie dazu beigetragen, den Diskurs zu M&As aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive weiter voranzutreiben und teilweise neue Forschungsfragen aufzuwerfen. Bezüglich der Fachtagung gilt unser Dank zudem dem M&A Alumni Deutschland e.V., der die Fachtagung durch eine entsprechende Finanzierung ermöglicht und durch Werbung zur Förderung des Bekanntheitsgrades der Veranstaltung beigetragen hat. Auch die Herausgabe dieses Buches wurde seitens des M&A Alumni Deutschland e.V. durch die Übernahme der entstehenden Kosten ermöglicht. Hierdurch können zumindest Teile der im Zuge der Fachtagung gewonnenen Erkenntnisse an eine breitere Öffentlichkeit herangetragen werden, wofür wir unseren Dank aussprechen möchten. Ebenso danken wir der Technischen Universität Bergakademie Freiberg für das Bereitstellen von Räumlichkeiten und insbesondere dem Rektor, Herrn Prof. Dr. *Klaus-Dieter Barbknecht*, der die Tagung durch sein Grußwort bereichert hat. Schließlich danken wir unseren Teams. Sie haben uns sowohl in der Vorbereitungsphase und am Konferenztag selbst als auch im Nachgang dazu, speziell bei den technischen und gutachterlichen Aufgaben im Rahmen der Erstellung dieses Konferenzbandes, wesentlich unterstützt und so zum Erfolg der Veranstaltung beigetragen.

## Literatur

- Bauer, F./Dao, M. A.* (2017): Akquisitionsstrategien und wissensbasiertes Integrationsmanagement: Ein Vergleich zur Wirkung von Akquisitionserfahrung, Integrationsroutinen und -flexibilität. *M&A-Review*, 28(10), 334-342.
- Bauer, F./Matzler, K.* (2013): Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 35(2), 269-291.
- Bender, P. F.* (2012): Krisenkartelle im Kartellrecht – Dogmatik und wettbewerbspolitische Einordnung. In: *Saenger, I./Schewe, G.* (Hrsg.): *Forum Mergers & Acquisitions 2012: Beiträge aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht*. Wiesbaden: Springer Gabler, 9-31.

---

40 *Harrison/Farrell* (2007), S. 200.

- Bickenbach, F./Lin, W.-H.* (2018): Chinese Direct Investment in Europe – Challenges for EU FDI Policy. CESifo Forum, 19(4), 15-22.
- Brellochs, M.* (2016): Die Neuregelung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität – Anmerkungen aus Sicht der M&A- und Kapitalmarktpraxis. Die Aktiengesellschaft, 61(5), 157-170.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Energie* (2018): Zwölfte Verordnung zur Änderung der Außenwirtschaftsverordnung. Beschlussvorlage, Dok. 181205\_12.AWV-ÄndVO.docx. [https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/XYZ/zwoelfte-verordnung-zur-aenderung-der-aussenwirtschaftsverordnung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=4](https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/XYZ/zwoelfte-verordnung-zur-aenderung-der-aussenwirtschaftsverordnung.pdf?__blob=publicationFile&v=4) (abgerufen am 29.01.2019).
- Caselli, S./Gatti, S.* (eds., 2017): Structured Finance: Techniques, Products and Market, 2. Aufl., Cham: Springer International.
- Chung, G. H./Du, J./Choi, J. N.* (2014): How do employees adapt to organizational change driven by cross-border M&As? A case in China. Journal of World Business, 49, 78-86.
- Conrad, B./Kostka, G.* (2017): Chinese investments in Europe's energy sector: Risks and opportunities? Energy Policy, 101, 644-648, doi.org/10.1016/j.enpol.2016.12.016.
- DePamphilis, D. M.* (2017): Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, 9. Aufl., Amsterdam et al.: Elsevier.
- Eisenhardt, K. M./Martin, J. A.* (2000): Dynamic capabilities: What are they? Strategic Management Journal, 21(10-11), 1105-1121.
- Erel, I./Liao, R. C./Weisbach, M. S.* (2012): Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. The Journal of Finance, 67(3), 1045-1082.
- Fidrmuc, J. P./Xia, C.* (2017): M&A deal initiation and managerial motivation. Journal of Corporate Finance, in press, available online since 4 Feb 2017.
- Garzella, S./Fiorentino, R.* (2017): Synergy Value and Strategic Management – Inside the Black Box of Mergers and Acquisitions, Cham: Springer International.
- Glendening, M./Khurana, I. K./Wang, W.* (2016): The market for corporate control and dividend policies: Cross-country evidence from M&A laws. Journal of International Business Studies, 47(9), 1106–1134.
- Goranova, M. L./Priem, R. L./Ndofor, H. A./Trahms, C. A.* (2017): Is there a “dark side” to monitoring? Board and shareholder monitoring effects on M&A performance extremes. Strategic Management Journal, 38(11), 2285-2297.
- Gugler, K./Mueller, D. C./Weichselbaumer, M.* (2012): The determinants of merger waves: An international perspective. International Journal of Industrial Organization, 30(1), 1-15.
- Haase, F.* (2015): Steuerrecht. In: *Göthel, S. R.* (Hrsg.), Grenzüberschreitende M&A-Transaktionen – Unternehmenskäufe, Umstrukturierungen, Joint Ventures, SE. 4. Aufl., Köln: RWS, 719-805.
- Habib, A./Ranasinghe, D./Huang, H. J.* (2018): A literature survey of financial reporting in private firms. Research in Accounting Regulation, 30(1), 31-37.
- Haleblian, J./Finkelstein, S.* (1999): The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance. A behavioral learning perspective. Administrative Science Quarterly, 44(1), 29-56.
- Haleblian, J./Rajagopalan, N.* (2006): The influence of acquisition experience and performance in acquisition behavior. Evidence from the U.S. commercial banking industry. Academy of Management Journal, 49(2), 357-370.