

Jutta Stumpf-Wollersheim ·
Andreas Horsch *Hrsg.*

Forum Mergers & Acquisitions 2023

Beiträge aus rechts- und wirtschafts-
wissenschaftlicher Sicht

Forum Mergers & Acquisitions 2023

Jutta Stumpf-Wollersheim ·
Andreas Horsch
(Hrsg.)

Forum Mergers & Acquisitions 2023

Beiträge aus rechts- und
wirtschaftswissenschaftlicher Sicht

 Springer Gabler

Hrsg.

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

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

ISBN 978-3-658-42572-2

ISBN 978-3-658-42573-9 (eBook)

<https://doi.org/10.1007/978-3-658-42573-9>

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

© Der/die Herausgeber bzw. der/die Autor(en), exklusiv lizenziert an Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2024

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.

Planung/Lektorat: Marija Kojic

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

Das Papier dieses Produkts ist recycelbar.

Geleitwort des Rektors der Technischen Universität Bergakademie Freiberg

Die Technische Universität Bergakademie Freiberg war 2018 erstmals Gastgeberin der Konferenz „M&As aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht“. Das Geleitwort unter dem zugehörigen Konferenzband trägt das Datum März 2019, die nächste und mithin sechste Auflage der Konferenz sollte 2020 folgen und erneut an unserer Universität stattfinden. Bekanntlich kam es anders. Im Zuge der dramatischen Ereignisse im Zuge der Pandemie verzeichneten auch die Universitäten massive Einschränkungen und Veränderungen.

Wie alle anderen Hochschulen haben wir in Freiberg sehr schnell reagiert und konnten dank der in Sachsen auf einem hohen Niveau bestehenden Hochschulautonomie auf die Bedarfe unserer Universität zugeschnittene Maßnahmen im Bereich der digitalisierten Lehre und Prüfungen durchführen. Gleichzeitig konnten wir den Forschungsbetrieb und die für unsere Studierenden so wichtigen Praktika aufrechterhalten. Einige Konferenzen wurden ebenfalls in digitale Formate überführt. Vieles von dem, was wir in der Not improvisiert und mit unzureichenden Mitteln eingeführt haben, konnten wir zwischenzeitlich deutlich professionalisieren. Heute stellen die digitalen Formate als Ergänzung zu traditionellen Methoden einen Mehrwert in Lehre, Forschung und Administration dar.

Dennoch ist es für uns essentiell, unsere bewährten Methoden in Lehre und Forschung wieder aufnehmen zu können, vom Präsenzunterricht bis hin zu wissenschaftlichen Tagungen. Der Wert menschlicher Präsenzbegegnungen ist auch durch beste digitale Formate nicht zu ersetzen! Auch hat uns ein Hackerangriff auf unsere IT-Systeme zu Beginn des Jahres 2023 deutlich die Verwundbarkeit digitaler Kommunikationsformen gezeigt. Aber auch diese Krise haben wir überstanden und daraus den Nutzen sichererer IT-Systeme und einer komplett neu aufgesetzten Homepage kreiert.

Vor diesem Hintergrund war es mir eine große Freude, erneut als Gastgeber für die nun sechste Auflage der Konferenz zu fungieren und die Räumlichkeiten unserer Universität im Oktober 2022 für ihren wissenschaftlichen und zugleich praxisorientierten Diskurs zur Verfügung stellen zu können. Auf den M&A-Märkten ragte zu dieser Zeit die Twitter-Übernahme durch Elon Musk heraus. Nicht nur aufgrund ihres Volumens, ihres – ex ante wie ex post – holprigen Verlaufs sowie ihrer politischen Konnotationen wird diese Transaktion in Praxis wie Wissenschaft bis heute intensiv diskutiert und analysiert. Eine im Vergleich weniger debattierte, dabei in ökonomischer Hinsicht weitaus dramatischere Transaktion folgte im Frühjahr 2023: Der – mit dem Placet der staatlichen Institutionen vollzogene – Distressed Merger zwischen UBS und Credit Suisse ließ un gute Erinnerungen an die Jahre 2007/08 erwachen und sorgte nach seiner erfolgreichen Durchführung für entsprechend große Erleichterung an den Finanzmärkten.

Nicht nur diese Beispiele, sondern die M&A-Märkte insgesamt demonstrieren die unverändert immense Bedeutung dieser besonderen Transaktionen: Einer Studie von Bain & Company zufolge stieg das Transaktionsvolumen 2021 sogar auf Höchststände und ging im Jahr der Konferenz zwar signifikant zurück, lag aber immer noch auf dem Niveau der Vorpandemiejahre. Angesichts der einschneidenden, oft disruptiven Veränderungen, die M&As für die Stakeholder der involvierten Unternehmen sowie weitere Institutionen – wie z. B. die mit Bewertungsauseinandersetzungen befassten Gerichte – haben, bleibt ihre rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Analyse stets aktuell und relevant. Als Plenum dafür hat sich die Konferenz „M&As aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht“ fest etabliert. Als Jurist, der jahrelang in der Wirtschaftspraxis tätig gewesen ist und auch schon lange an der Freiburger Fakultät für Wirtschaftswissenschaften tätig ist, begrüße ich den interdisziplinären Austausch zwischen Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, der bei M&A unbedingt geboten erscheint, naturgemäß ganz besonders. Entsprechend freue ich mich auf eine Fortsetzung dieser Konferenz an unserer Universität und werde die wissenschaftliche Leitung, Frau Prof. Dr. Jutta Stumpf-Wollersheim und Herrn Prof. Dr. Andreas Horsch, hierbei gerne weiter unterstützen.

Freiberg,
im Juni 2023

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 den Medien Aufmerksamkeit; auch in der Wissenschaft hat – 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. Angesichts eines weltweiten Dealvolumens von 5,9 Billionen USD in 2021 und immerhin noch 3,8 Billionen USD in 2022 handelt es sich bei dem globalen M&A-Markt um einen Faktor, der ganze Volkswirtschaften in ihrer Entwicklung nachhaltig beeinflussen kann. Daher ist es besonders wichtig, jeden einzelnen M&A-Prozess so zu orchestrieren, dass die von den Transaktionspartnern gesteckten Ziele erreicht und (volkswirtschaftliche) Werte geschaffen werden können.

Genau dies ist die Aufgabe spezialisierter M&A-Berufsträger, die seit über 20 Jahren an der Universität Münster im Postgraduiertenstudiengang Mergers & Acquisitions ausgebildet werden. Bereits im Jahre 2002 hat die Universität Münster als erste Hochschule in der Bundesrepublik den Bedarf für solche Spezialisten 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.m-a-alumni.com>.

Der vorliegende Sammelband vereint unter dem Titel „Forum Mergers & Acquisitions“ eine Auswahl an Beiträgen des 6. Fachsymposiums „Mergers & Acquisitions im Spannungsfeld der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften – Aktuelle Erkenntnisse aus Forschung und Praxis“, das am 13.10.2022 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 durch den Verlag unerwartet herausfordernd gestalteten Publikationsprozesses.

Darüber hinaus danken wir dem Rektor der TU Bergakademie Freiberg, Herrn Univ.-Prof. Dr. Klaus-Dieter Barbknecht, für seine großzügige Gastfreundschaft, sowie den Teams von Frau Univ.-Prof. Dr. Jutta Stumpf-Wollersheim und Herrn Univ.-Prof. Dr. Andreas Horsch für ihre Unterstützung bei der Durchführung der Tagung.

Münster,
im Juni 2023

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

Inhaltsverzeichnis

Editorial: Rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Analyse von M&A-Transaktionen	1
Andreas Horsch und Jutta Stumpf-Wollersheim	
Mergers & Acquisitions aus rechtswissenschaftlicher Perspektive	
M&A and Financial Markets in the Age of Artificial Intelligence—Critical Observations from the Perspective of Law	17
Gudula Deipenbrock	
Lupus in Fabula? Zur Relevanz der außenwirtschaftsrechtlichen Direktinvestitionskontrolle im Rahmen grenzüberschreitender Unternehmensübernahmen	49
Samed R. Sahin	
Möglichkeiten und Grenzen eines bewertungsrechtlichen Optimierungsgebots aus juristisch-methodischer Sicht	69
Felix R. Walter	
Mergers & Acquisitions aus wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive	
Die Bewertung digitaler dezentralisierter Plattformen	95
Wladislav Gawenko, Michael Hinz und Sepideh Khalili	
Kaufpreisanpassungsklauseln bei Unternehmenserwerben	125
Silvia Rogler	

Die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf den M&A-Markt	147
Lars Schweizer und Eva M. K. Koscher	
Due Diligence und ein neuer Compliance-Fokus bei Mergers und Acquisitions	173
Stephan Christoph, Malte Jonathan Roßkopf und René Ziegler	



Editorial: Rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Analyse von M&A-Transaktionen

Andreas Horsch und Jutta Stumpf-Wollersheim

1 Aktualität und Relevanz von M&As

Vereinbarungen und Handlungen, in deren Folge eine Partei eine signifikante Menge (und ggf. sogar alle) der Anteile an einem Unternehmen erwirbt, machen einen permanenten Teil der Marktprozesse aus. Insofern sind Mergers & Acquisitions (M&As) ebenso permanent aktuell wie relevant. Beides sind sie indes nicht nur dem Grunde nach, vielmehr bedingen ihre quantitativen und qualitativen Eigenheiten eine herausragende Bedeutung von M&As. Das etablierte Konzept der Merger Waves¹ steht dafür, dass das (Gesamt-)Volumen und mithin die quantitative Dimension von M&As großen Veränderungen im Zeitverlauf unterliegt. Da kein Unternehmen wie das andere ist, sind darauf bezogene Transaktionen ebenso voneinander verschieden. Die insoweit ständigen Veränderungen auch der qualitativen Transaktionseigenschaften werfen immer wieder neue Fragen auf, von denen ein beachtlicher Teil betriebswirtschaftlicher oder juristischer

¹ Vgl. aktuell Harford (2022), m.w.N.; einführend auch DePamphilis (2022, S. 10 f.).

A. Horsch (✉)

Professur für Investition und Finanzierung, Technische Universität Bergakademie Freiberg, Freiberg, Deutschland

E-Mail: andreas.horsch@bwl.tu-freiberg.de

J. Stumpf-Wollersheim

Professur für Internationales Management und Unternehmensstrategie, Technische Universität Bergakademie Freiberg, Freiberg, Deutschland

E-Mail: jutta.stumpf-wollersheim@bwl.tu-freiberg.de

Art ist.² Hieraus resultiert eine breit angelegte, sich dynamisch verändernde Forschungslandschaft.³ Zu dieser tragen nicht zuletzt Konferenzen wie diejenige bei, welche im vorliegenden Band abgebildet ist. Das reale M&A-Geschehen, vor dessen Hintergrund die Veranstaltung stattfand, war im Jahr 2022 geprägt durch vor allem zwei Transaktionen, welche die Aktualität und die Relevanz, aber auch die extremen Herausforderungen dokumentieren, die M&A-Transaktionen innewohnen.⁴ Im Folgenden liegt der Fokus des Editorials zunächst auf diesen beiden (realen) Transaktionen, bevor die in diesem Sammelband enthaltenen Beiträge überblicksartig vorgestellt werden.

2 Exemplarische M&A-Transaktionen

Bei einem Rückblick auf die ersten 2020er Jahre ragen aus dem vielschichtigen M&A-Geschehen insbesondere zwei Transaktionen heraus, die nicht nur durch das Kurznachrichtendienst-Unternehmen *Twitter* miteinander verbunden sind:

1. Die (per 14. April 2022 initiierte und per 27. Oktober 2022 vollzogene) Akquisition von *Twitter* durch *Elon Musk*.
2. Die (per Ende 2022 unverändert geplante) Akquisition der *Trump Media Technology Group (TMTG)* durch die Zweckgesellschaft *Digital World Acquisition Corporation (DWAC)*.

Aktualität und Relevanz von M&As aus rechts- wie wirtschaftswissenschaftlicher Sicht werden anhand der im Anschluss nachgezeichneten Kernmerkmale beider Transaktionen deutlich.

² Für einen Überblick vgl. Horsch & Stumpf-Wollersheim (2019, S. 3–5), m.w.N.

³ Zum Stand des M&A-Research vgl. insbes. aktuell Eulerich, Kopp & Fligge (2022); Meglio (2022); sowie die weiteren Beiträge zur Dezember-2022-Ausgabe des *European Journal of Management*.

⁴ Im Jahr 2023 ist mit der Übernahme der *Credit Suisse* durch die *UBS* eine weitere vieldiskutierte Transaktion hinzugekommen, welche die Aktualität und Relevanz des Themas belegt. Da diese Transaktion erst angekündigt wurde, nachdem das Editorial verfasst war, konnte sie hier nicht mehr en detail berücksichtigt werden.

2.1 Musk/Twitter

Die Übernahme *Twitters* durch *Elon Musk* ragt zunächst in quantitativer Hinsicht aus dem Marktgeschehen heraus: Der offizielle Kaufpreis von fast 44 Mrd. US\$ macht die Akquisition zu einem der größten Buyouts der Geschichte.⁵ Besonders ist die Akquisition darüber hinaus angesichts ihrer langen und konfliktreichen Entwicklungsgeschichte. Die Relevanz der Transaktion geht in der Folge auch im Nachgang des eigentlichen Closings weit über die Märkte hinaus, auf denen Akquisiteur und Target bis dato tätig waren. Allein die Kombination aus einem der – im Moment der Transaktion – weltweit wohlhabendsten Individuen mit einem der reichweitenstärksten sozialen Netzwerke, vor allem aber die Ansichten des Akquisiteurs, für deren Verbreitung er nun über eine extrem beachtete und weitreichende Plattform verfügt, werfen zahllose Fragen auf, die grundlegendste Bereiche der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften berühren und z. T. auch erkennbar darüber hinausgehen.

Aus *rechtswissenschaftlicher* Sicht bietet der Transaktionsprozess bereits infolge der einhergehenden juristischen Auseinandersetzungen bis heute erhebliches Analysepotenzial, wie die Einordnung der Auseinandersetzung im Schrifttum deutlich belegt, manchen gilt „Twitter’s suit against Elon Musk [a]s one of the most closely watched corporate law cases in a generation.“⁶ Seit Vollzug der Transaktion werden mit Themen wie „free speech“ vs. „hate speech“, die von *Musk* bzw. seinen Gegnern als Akquisitionsfolge in den Vordergrund gestellt werden,⁷ noch weit fundamentalere Fragen aufgeworfen, die aus *rechtswissenschaftlicher* Perspektive zu behandeln sind.

Aus *wirtschaftswissenschaftlicher* Sicht zeigte diese Transaktion einerseits die unverändert zentrale Bedeutung der Bestimmung des Kaufpreises,⁸ genauer der preisrelevanten Faktoren sowie ihrer verlässlichen Übermittlung, Rezeption und Bewertung: Der Prozess geriet zwischenzeitlich ernsthaft ins Stocken, nachdem Unklarheiten dahingehend entstanden waren, inwieweit der *Twitter*-Kundenstamm – und mithin der Unternehmenswert – durch fake accounts

⁵ Vgl. Richter (2022).

⁶ Anderson (2022, S. 1).

⁷ Für die Post Acquisition Phase zeigen z. B. Benton et al. (2022) ein signifikantes Anwachsen von hate speech im Allgemeinen, Jikeli & Soemer (2022) für antisemitisches hate speech im Besonderen.

⁸ Vgl. etwa Agarwal & Kwan (2017).

aufgebläht war.⁹ Andererseits leitet die dominante Rolle einer einzelnen Person unmittelbar auf die Frage, inwieweit eine verhaltensökonomische Analyse dazu beitragen kann, Entstehung, Verlauf und Vollzug von M&A-Transaktionen besser zu verstehen.¹⁰ Sollte sich dieser Ansatz hier als fruchtbar erweisen, dürfte eine Anwendung auf den jetzt schon erkennbaren Nachhall der Transaktion zeitnah folgen: Auch des Akquisiteurs Verständnis von Post-Merger-Integration ist eher dazu geeignet, die verschiedenen *Twitter*-Stakeholder zu mobilisieren denn zu beruhigen, wie auch von außen deutlich wahrnehmbar und insofern analysierbar ist. (Forschungs-)Interesse ruft die Transaktion daneben in weiteren Wissenschaftsdisziplinen hervor. In Verbindung mit dem faktischen Zwei-Parteien-System der USA lässt die Übernahme einer Kommunikationsplattform durch einen Akquisiteur, der erkennbar einem der beiden Lager näher zu stehen scheint,¹¹ beispielsweise auch eine *politikwissenschaftliche* Analyse geboten erscheinen. Umso mehr gilt Letzteres für eine noch immer nicht vollzogene Transaktion, die insbesondere aufgrund eines ganz bestimmten involvierten Politakteurs Beachtung findet – und in deren Rahmen *Twitter* zwar nicht das Target, aber einen wichtigen Impulsgeber darstellt: *DWAC/TMTG*.

2.2 DWAC/TMTG

Auslöser dieser speziellen Akquisition war letztlich die von *Twitter* und anderen Plattformen veranlasste Sperrung der Accounts von *Donald Trump* in der Folge des Sturms auf das Kapitol vom 6. Januar 2021.¹² Der Gesperrte reagierte zunächst mit einer Institutionengründung, namentlich die der *Trump Media Technology Group (TMTG)*, deren Hauptprodukt ein als *Twitter*-Konkurrent angelegter Kurznachrichtendienst namens *Truth Social* sein sollte. Zudem wurde verlautbart, *TMTG* mit einer eigens dafür gegründeten Zweckgesellschaft (Special Purpose Acquisition Company bzw. SPAC) fusionieren und so an die Börse bringen zu wollen. Diese besondere Kombination aus M&A und Börsengang ist seither intensiv beleuchtet worden, nicht zuletzt deswegen, weil sie schnell Gegenstand intensiver und bis heute andauernder Prüfungen durch die zuständigen US-Regulierungsbehörden wurde.

⁹ Vgl. u. a. Macey-Dare (2022); einführend auch Humphery-Jenner (2022).

¹⁰ Vgl. Phillips & Pohl (2022).

¹¹ Woraufhin sich lt. Mason (2022) „Conservatives ecstatic about Elon Musk buying Twitter“ zeigten.

¹² Vgl. Twitter (2021); analog zum *Facebook-/Instagram-Ban* Rosen/Bickert (2021).

Aus *rechtswissenschaftlicher* Sicht dürften bereits Verlauf und Ergebnis der Prüfungen durch die staatlichen und quasi-staatlichen US-amerikanischen Börsen-/Wertpapieraufsichtsbehörden (insbes. U.S. SEC und FINRA)¹³ erhebliches Analysepotenzial aufweisen. Offen sind derzeit insbesondere Fragen missbräuchlicher Abstimmung und verletzter Berichtspflichten („improper communication“) zwischen *TMTG* und der Zweckgesellschaft *DWAC* sowie weitere prozessuale Fragen.¹⁴ Darüber hinaus stellt sich auch aus juristischer Sicht die Frage, inwieweit das Konstrukt der SPACs an sich sowie die darauf bezogenen Regulierungsmechanismen systematische Konstruktionsfehler aufweisen – die insbesondere dem Regulierungsziel der „Investor Protection“ widersprechen – und inwieweit diese durch Normenanpassungen korrigiert werden könnten.¹⁵

Aus *wirtschaftswissenschaftlicher* Sicht sind SPACs als solche keine Invention der 2020er Jahre, sondern als Spielform von Reverse Mergers seit Anfang der 2000er Jahre als Alternative zum traditionellen Börsengang gebräuchlich.¹⁶ Die durch die annoncierte *DWAC/TMTG*-Transaktion provozierte Diskussion hat die Wissensdefizite bzgl. SPACs erheblich reduziert. Offen ist indes die Frage, ob der durch SPACs verkörperte institutionelle Wandel hierdurch stabilisiert oder aber umgekehrt wird, indem die offiziellen Untersuchungen sowie die daran anknüpfenden Spekulationen die Reputation von SPACs insgesamt in Mitleidenschaft ziehen. Die speziell hierdurch getriebene Skepsis kommt zu der generellen hinzu, die durch die bestenfalls gemischte Performance SPAC-basierter Börsengänge schon zuvor bestanden hatte.¹⁷ Während die Analyse von SPAC-Performances im Zeitablauf eine Forschungsfrage für zukünftige Analysen übergeordneter Art darstellt, resultieren konkrete Forschungsfragen aus der Entwicklung der *DWAC*-Anteile. Ein klassischer betriebswirtschaftlicher Ansatz wäre die Durchführung von Ereignisstudien zur volatilen Entwicklung der *DWAC*-Aktie; ein Ansatz auf

¹³ Vgl. zu Aufgaben, Status und Verbundenheit beider Organisationen anlässlich der FINRA-Gründung Karmel (2008).

¹⁴ Vgl. u. a. Rodrigues & Stegemoller (2022); einen ebenso launigen wie lesenswerten Überblick bietet auch Levine (2022).

¹⁵ Vgl. Halbhuber (2022); Rodrigues & Stegemoller (2022); ausführlich zur Position des Regulierers selbst vgl. U.S. SEC (2022).

¹⁶ Vgl. zur Entwicklung von SPACs im Zeitverlauf bereits Berger (2008); Cumming et al. (2014); speziell zum Reverse-Merger-Kontext seinerzeit einführend Feldman (2009, S. 43 ff.); aktuell zur Rolle von SPACs als IPO-Alternative Geiss (2021); einführend auch Gast (2021).

¹⁷ Vgl. hierzu u. a. Kolb & Tyková (2016); Klausner, Ohlrogge & Ruan (2022).

dem Schnittgebiet von Rechts- und Wirtschaftswissenschaften bestünde darin, gezielt die Rolle von Insider-Informationen in diesem Kontext zu analysieren.¹⁸

Auch diese Transaktion bietet neben Rechts- und Wirtschaftswissenschaften weiteren Disziplinen wie der benachbarten Politikwissenschaft Gelegenheit zur Forschung. In einen erheblich weiteren Kontext gehören etwa die Zusammenhänge zwischen Politikergebaren im Allgemeinen, ihrem Diskursniveau und -stil im Besonderen und ganz besonders in digitalen Medien auf der einen Seite und der Stabilität politischer Systeme auf der anderen Seite.¹⁹

2.3 Konsequenzen

Auch Anfang 2023 ist die Zukunft *Twitters* und mithin der Erfolg der *Musk*-Akquisition weiter unklar. Analog ist offen, ob und auf welche Weise der Börsengang der *TMTG* über einen Merger mit *DWAC* tatsächlich vollzogen werden kann. Wie diese beiden herausragenden M&A-Transaktionen auf lange Sicht auf die Finanzmärkte – also z. B. Verfahren zur Kaufpreisbestimmung oder die Rolle von SPACs – wirken, bleibt daher abzuwarten. Ungeachtet dessen haben beide Transaktionen schon jetzt erhebliche Ausstrahlungseffekte gezeitigt, womit sie als solche ein aktuelles und relevantes Hintergrundbild von M&As sind – und deren Aktualität und Relevanz in der Gesamtsicht sichtbar unterstreichen.

3 Mergers & Acquisitions aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive

M&As aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive zu beleuchten, ist Ziel der entsprechend benannten Konferenzen des M&A Alumni Deutschland e.V. Nachdem bereits die fünfte Veranstaltung dieser Reihe²⁰ im April 2018 an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg stattgefunden und die Konferenzreihe 2020 pandemiebedingt pausiert hatte, war die Technische Universität Bergakademie Freiberg am 13. Oktober 2022 auch Gastgeberin der sechsten Auflage. Präsentiert wurden die folgenden – hiernach alphabetisch geordneten – Beiträge:

¹⁸ Vgl. Rodrigues & Stegemoller (2022); ergänzend auch Lim (2022).

¹⁹ Vgl. exemplarisch Ott & Dickinson (2020).

²⁰ Vgl. hierzu Stumpf-Wollersheim & Horsch (2019).

- *Fábio M. R. Cavalcante* (Universität Bremen): Pervasive data protection issues in cross-border acquisitions
- Prof. Dr. *Gudula Deipenbrock* (Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin): M&A and financial markets in the age of artificial intelligence – critical observations from the perspective of law
- Dr. *Wladislav Gawenko*, Prof. Dr. *Michael Hinz* & *Sepideh Khalili*, M.Sc. (Technische Universität Chemnitz): Bewertung digitaler dezentralisierter Plattformen
- *Elfie Lange* (Technische Universität Bergakademie Freiberg): Women’s fault? Investigating the demand behaviour of founders and their access to venture capital
- *Veronica Lettieri* (Grant Thornton): M&A im Mittelstand
- *Marcel Naber* (FernUniversität Hagen): Die Bestimmung von Umtauschverhältnissen bei nicht-dominierten Unternehmenszusammenschlüssen – Eine Analyse möglicher Arbitriumbereiche
- Prof. Dr. *Silvia Rogler* (Technische Universität Bergakademie Freiberg): Kaufpreisanpassungsklauseln bei Unternehmenserwerben: Bilanzierung nach HGB und IFRS aus Sicht des Käufers und Verkäufers
- *Samed R. Sahin* (Universität Augsburg): Lupus in Fabula? Zur Relevanz der außenwirtschaftsrechtlichen Direktinvestitionskontrolle im Rahmen grenzüberschreitender Unternehmenstransaktionen
- RA *Aleksandar Savanovic*, LL.M. (LITERACY GmbH): Über den Buchdruck zur maschinellen Intelligenz: Wirtschaftshistorische Überlegungen zur Digitalisierung des Transaktionsprozesses
- Prof. Dr. *Lars Schweizer* & Dr. *Eva Koscher* (Goethe-Universität Frankfurt): Die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf den M&A-Markt
- *Felix R. Walter* (Universität Mannheim): Möglichkeiten und Grenzen eines bewertungsrechtlichen Optimierungsgebots aus juristisch-methodischer Sicht
- Dr. *Stephan Christoph* (Universität Augsburg), Dr. *Malte J. Roßkopf*, M.Sc. (Vivantes – Netzwerk für Gesundheit GmbH) & Prof. Dr. *René Ziegler* (Universität Tübingen): Due Diligence und ein neuer Compliance-Fokus bei Mergers & Acquisitions: M&A-Transaktionsprozesse als Katalysatoren für Non-Compliance auf Mikroebene

Dieser Sammelband enthält schriftliche Fassungen zu den meisten dieser präsentierten Beiträge. Einen ersten Eindruck von ihren Themen und Inhalten vermitteln die nachfolgenden Teilkapitel.

3.1 Rechtswissenschaftliche Beiträge

Digitalisierung und Künstliche Intelligenz (KI) verursachen massive Veränderungen auch an den Finanzmärkten – wovon nicht nur die dortigen Marktprozesse und -strukturen, sondern auch die dort geltenden Marktregeln erfasst werden, wie insbesondere die Normensetzungprozesse auf europäischer Ebene zeigen. Im besonderen Marktprozesskontext von M&A-Transaktionen sind sowohl veränderte Abläufe im Rahmen von M&A-Prozessen als auch bei den involvierten Parteien zu beobachten. *Gudula Deipenbrock* liefert in ihrem Beitrag eine umfassende kritische Bestandsaufnahme beider Aspekte, indem sie die Rolle von (KI in) Legaltechs im Transaktionsprozess sowie die KI-Komponente von Targets²¹ – sowie einer entsprechend KI-fokussierten Ergänzung der Due Diligence – fokussiert. Während sich für die Legaltechs erhöhte Compliance-Anforderungen ergeben, erscheint eine Ergänzung etablierter Due Diligence-Strukturen um eine „Comprehensive Inter- and Multidisciplinary Artificial Intelligence Due Diligence“ besonders dringend geboten, um der zunehmenden Rolle von KI auch im Prozess von Unternehmensbewertungen angemessen Rechnung zu tragen.

Verschiedene Entwicklungen wie die Gesundheits- und die Energiekrise, das zunehmende Bewusstsein für beispielsweise Schlüsseltechnologien und kritische Ressourcen sowie das zunehmende gesellschaftliche Sicherheitsbedürfnis tragen zur Relevanz der außenwirtschaftsrechtlichen Direktinvestitionskontrolle bei. *Samed R. Sahin* widmet sich in seinem Beitrag der außenwirtschaftsrechtlichen Direktinvestitionskontrolle im Rahmen grenzüberschreitender Unternehmensübernahmen. Dabei präsentiert er zunächst Zahlen, um die Zunahme ausländischer Direktinvestitionen in die Union zu illustrieren. Anschließend geht er auf die unionsrechtliche Grundlage für mitgliedstaatliche Direktinvestitionskontrollen ein, bevor er Direktinvestitionskontrollen nach der deutschen Außenwirtschaftsverordnung diskutiert. Abschließend präsentiert er ausgewählte Anwendungsfälle der Direktinvestitionskontrolle aus jüngerer Zeit, um Fallstricke aufzuzeigen und die Praxisrelevanz des Überprüfungsinstruments zu verdeutlichen.

Felix Walter widmet sich der Bestimmung von Unternehmenswerten – also einer für jede M&A-Transaktion fundamentalen Problemstellung – ausgehend vom sog. Stinnes-Beschluss des BGH²². Konkret geht es um den vom BGH formulierten Anspruch an Bewertungsmethodik und -qualität, der als „bewertungsrechtliches Optimierungsgebot“ aufgefasst werden kann, sowie um dessen Folgen für die Anwendung von konkreten Bewertungskonzepten, insbesondere

²¹ Vgl. zu LegalTech wie FinTech im Überblick Annenkov & Bondarenko (2019).

²² Einen umfassenden Überblick liefert Fleischer (2019).

die Anwendung (einer bestimmten Fassung) des IDW S1. Seine rechtswissenschaftliche Machbarkeitsstudie zeigt, dass ein (str)eng verstandenes Optimierungsgebot sowohl methodisch als auch materiell-inhaltlich nicht praktikabel ist. Ein mild verstandenes Optimierungsgebot erscheint demgegenüber nachvollziehbar, obgleich auch damit der Zielkonflikt zwischen Qualität, Zeitigkeit und Antizipierbarkeit der Bewertung nicht dem Grunde nach aufgelöst werden kann. Eine signifikante Veränderung dieser Einschätzung erscheint am ehesten möglich, wenn ein massiver institutioneller Wandel in Gang gesetzt werden könnte, der einen Bewertungsstandard etabliert, der als solcher betriebswirtschaftliche und juristische Anforderungen in höherem Maße – infolge permanenter Überprüfung und Verbesserung auf Dauer – erfüllt.

3.2 Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge

Zu den Kernproblemen von M&A-Transaktionen gehört die Bestimmung des Unternehmenswertes des Targets und darauf basierend eines angemessenen Kaufpreises. In den meisten Fällen wird hierfür auf einstufige Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) zurückgegriffen, die die vom Akquisiteur aus der Akquisition zu erwartenden Cashflows auf einen Gegenwartszeitpunkt abzinsen. Die hierfür notwendige Abgrenzung der Zahlungsströme einerseits sowie des Diskontierungszinses andererseits gerät umso anspruchsvoller, je größer die der Akquisition innewohnenden Unsicherheiten sind. Klassisch ist dieses Problem bei der Bewertung junger Unternehmen, weswegen hierfür mehrstufige DCF-Verfahren üblich sind, die infolge dieses Szenarios auch als Venture-Capital-Methode²³ bezeichnet werden. *Wladislaw Gawenko, Michael Hinz* und *Sepideh Khalili* illustrieren die zugrunde liegende Problematik an einem dem Grunde nach innovativen und entsprechend unsicherheitsbehafteten Unternehmenstyp, dem der digitalen Plattformen. Neben einer ausführlichen Einordnung von digitalen Plattformen zeigt insbesondere eine Bewertungsfallstudie die speziellen Anforderungen und Fehlerpotenziale der Bewertung junger Unternehmen auf.

Die besonderen Herausforderungen der Kaufpreisbestimmung bilden auch den Hintergrund des Beitrags von *Silvia Rogler*. Ein etablierter Kompromiss zur Harmonisierung der Kaufpreisvorstellungen von akquirierender und verkaufender Partei besteht in der Vereinbarung von Vertragsklauseln, die zu Ex-post-Kaufpreisanpassungen führen, also etwa zu Nachzahlungen des Akquisiteurs (Rückzahlungen an den Akquisiteur) im Falle einer hohen (niedrigen) Profitabilität des

²³ Vgl. ausführlich Puca (2020, hier bes. S. 81 ff.).

Targets in einem bestimmten, ex ante fixierten Beobachtungszeitraum. Derartige Kaufpreisanpassungsklauseln (purchase price adjustment clauses)²⁴ beeinflussen naturgemäß die Zukunftserfolge der Beteiligten, woraus sich die Frage ergibt, ob und wie sie von ihnen im (Einzel- bzw. Konzern-)Jahresabschluss zu berücksichtigen sind. Der Beitrag geht dieser komplexen und in der Literatur bisher kaum behandelten Frage systematisch nach, indem Abschlüsse nach nationalem Recht (HGB) und supranationalem Recht (IAS/IFRS) differenziert und die Unterschiede, die sich zwischen beiden hinsichtlich Ansatz und Bewertung der Klauseln sowie den Konsequenzen für die Kennzahlenanalyse ergeben, mithilfe einer detaillierten Fallstudie illustriert werden.

M&A-Transaktionen stellen auch vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie ein interessantes Forschungsfeld dar. So hat sich die Corona-Pandemie einerseits auf die verschiedenen Prozessphasen von M&A-Transaktionen ausgewirkt. Beispielsweise ist in diesem Kontext – wie in anderen Bereichen auch – eine zunehmende Digitalisierung der Prozesse zu beobachten und die durchschnittliche Dauer der einzelnen Prozessphasen hat sich aufgrund begrenzter personeller Kapazitäten verlängert. Andererseits führten aus der Corona-Pandemie resultierende finanzielle Schwierigkeiten von Unternehmen mitunter dazu, dass M&A-Transaktionen in Betracht gezogen wurden und finanziell besser ausgestattete Unternehmen nutzten die Gelegenheit für entsprechende günstige Akquisitionen. Vor diesem Hintergrund gehen *Lars Schweizer* und *Eva Koscher* der Frage nach, welche Auswirkungen die Corona-Pandemie auf die verschiedenen Prozessphasen einer M&A-Transaktion und auf den globalen M&A-Markt hat. Um diese Forschungsfrage zu adressieren, erläutern sie zunächst literaturbasiert die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf den M&A-Prozess bzw. die einzelnen Prozessphasen, bevor sie empirisch die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf den globalen M&A-Markt untersuchen.

Mergers & Acquisitions weisen eine sehr hohe Misserfolgsquote auf. Ein Grund hierfür wird darin gesehen, dass die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der betroffenen Unternehmen nicht hinreichend einbezogen werden und dass die Integration der mitunter sehr unterschiedlichen Unternehmenskulturen nicht gelingt. Die mit M&A-Transaktionen einhergehende Unsicherheit und das Versagen formeller und informeller Kontrollmechanismen führen in diesem Kontext zu einer erhöhten Gefahr von Regelbrüchen. Vor diesem Hintergrund befassen sich *Stephan Christoph*, *Malte Jonathan Roßkopf* und *René Ziegler* mit der Rolle der Compliance bei M&A-Transaktionen, wobei der Fokus auf der Ebene der Beschäftigten liegt. Dabei erläutern sie zunächst den Begriff und die Bedeutung

²⁴ Vgl. umfassend Özdem & İnce (2019).