

In den letzten Jahrzehnten haben wohl immer wieder bestimmte Begriffe, Entwicklungen und Moden eine überragende Prominenz in der internationalen Wirtschaftswelt erlangt. Einer der schillerndsten Begriffe ist sicherlich der der *Mergers & Acquisitions* – oder eben kurz: *M&A*. Wie häufig bei solchen Phänomenen ist darin nicht etwa eine inhaltliche und konzeptionelle Innovation unserer Zeit zu vermuten, sondern – nicht zuletzt aufgrund der Wachstumsraten – eine Prominenzverleihung in den Medien zu suchen (vgl. die historische Darstellung im Abschn. 1.4.6). Das folgende zweite Kapitel der Arbeit dient der Einführung in die Begriffe und Formen. Eine ausführliche Behandlung des Kooperationsbegriffes erfolgt in Kap. 4, während folgend vorrangig die Spielarten des *Mergers & Acquisitions* diskutiert werden. Dabei wird neben den einzelnen Erscheinungsformen der *Kooperation* und *Akquisition* auf die Finanzierungsformen und ebenso auf zyklisch auftretenden feindlichen Übernahmen sowie auf deren Abwehrmöglichkeiten eingegangen.

2.1 Begriff der Mergers & Acquisitions

Während der Begriff in den USA hinreichend bestimmt ist und viele landesspezifische Publikationen, Leitfäden und Lehrbücher vorliegen (für viele Jensen 1986a; Hooke 1997; BenDaniel und Rosenblom 1990; Weston et al. 1990; Herzel und Shepro 1990; Cooke 1986; Keenan und White 1982), wurde dieses Phänomen in Deutschland erst zu Beginn der 1980er Jahre wissenschaftlich intensiver aufgearbeitet. Das Thema stellt im Kern eine wirtschaftswissenschaftliche Fragestellung mit den Schwerpunkten Strategisches Management, Organisations-, Kapitalmarkttheorie und Volkswirtschaftslehre dar. Es sind weiterhin juristische (auf der vertrags-, gesellschafts-, arbeits- und steuerrechtlichen Ebene sowie mit kartellrechtlichen und umweltrechtlichen Implikationen) und (organisations-)soziologische und psychologische Aspekte vorliegend. Die vorliegende Arbeit stellt somit einen Versuch dar, in einführender Weise der Notwendigkeit einer Integration dieser verschiedenen Themen- und Theoriegebiete Rechnung zu tragen.

2.1.1 Deutsche Bestimmung und Verwendung

Die Unterscheidung zwischen *Merger* (Fusion) und *Acquisition* (Übernahme, Erwerb, Kauf als hundertprozentiger Erwerb der Anteile) wird nicht einheitlich verwendet. Eine Ursache kann in der fehlenden Definition des Unternehmensbegriffes im deutschen Recht liegen (vgl. Picot 1998, S. 16). Häufig wird ein Unterscheidungskriterium bezüglich der rechtlichen Selbständigkeit der beteiligten Akteure vorgeschlagen. Bleibt die rechtliche Selbständigkeit bestehen, handele es sich um eine Akquisition, während bei einer für die Fusion erforderlichen Neugründung beide Gesellschaften ihre Rechtspersönlichkeiten verlieren.

Becker (1994) hebt bei der Unterscheidung auf die bare (bei *Acquisitions*) oder unbare (bei *Mergers* durch Aktienaussgabe des Käuferunternehmens) Kaufpreisbegleichung ab. Das Aufgeben der Selbständigkeit bei Fusionen im Sinne des deutschen Verschmelzungsrechtes sieht er hingegen nicht als zwingend an. Die Differenz spielt in der Praxis häufig keine bedeutende Rolle. So werden viele veröffentlichte Fusionen – wie am Beispiel des DaimlerChrysler-Deals – auch als Akquisitionen eines Unternehmens angesehen.

Auffällig war jedoch in den 1990er Jahren neben der Tatsache, dass dieser Begriff in keiner der großen Einführungen der Betriebswirtschaftslehre (z. B. Heinen 1991; Wöhe 1993) erläutert wird; vielmehr, dass er auch in der spezifischen Literatur und den diversen Sammelbänden zu diesem Thema nur selten expliziert wurde. Dies hat sich zum Ende der 1990er Jahre deutlich geändert. Die Zahl der Veröffentlichungen und der spezifischen Forschung im Zuge zahlreicher Dissertationen und Praktiker-Handbücher hat seitdem stark zugenommen.

Wenn eine Einführung und Begriffsklärung vorgenommen wird, dann gibt es jedoch über die Verwendung durchaus unterschiedliche Auffassungen, die meist durch den spezifischen Hintergrund der Autoren geprägt sind. Während beispielsweise Storck (1993) eine Unterscheidung zwischen „M&A im engen Sinne“ (die im Rahmen von Unternehmenstransaktionen auftretenden Dienstleistungen) und „M&A im weiteren Sinne“ (der Markt für Unternehmenskontrolle) vornimmt (vgl. Storck 1993, S. 22) sieht Wöhe (1993, S. 913–959) einen Großteil der – von ihm nicht als solche bezeichneten – M&A-Geschäfte als „Sonderfälle der betrieblichen Außenfinanzierung“ an.

In der Einleitung des deutschen *Handbuchs Mergers & Acquisitions* wird in der Einleitung das M&A-Geschäft wie folgt definiert:

„Mergers & Acquisitions [beinhalten] erhebliche verfahrensmäßige Besonderheiten aufgrund ihrer vielfältigen nationalen und internationalen Erscheinungsformen, insbesondere der Unternehmenskäufe und -verkäufe, Unternehmenszusammenschlüsse, Kooperationen, Allianzen und Joint Ventures, Unternehmenssicherungen und -nachfolgen, Management Buy-out und Buy-in, Börsengänge/IPO, Umwandlungsmaßnahmen, Restrukturierungen“ (Einleitung von Herausgeber Picot 2005, S. V).

2.1.2 Angelsächsische Bestimmung und Verwendung

In der angelsächsischen Literatur wird schon recht früh eine weite Verwendung des M&A-Begriffes gewählt. So sehen beispielsweise Copeland und Weston, dass „the traditional subject of M&A’s has been expanded to include takeovers and related issues of corporate restructuring, corporate control, and changes in the ownership structure of firms“ (Copeland und Weston 1988, S. 676).

Abbildung 2.1 bietet einen breiten Einblick in die Bereiche des M&A. Dennoch fällt bei dieser Vorgehensweise auf, dass hier nicht – wie in den anfänglichen deutschen Diskussion – das Dienstleistungsmoment, also die Beratung und Finanzierung durch Dritte im Vordergrund steht, sondern die Unternehmens- und Marktperspektive insbesondere hinsichtlich der Restrukturierung, Sanierung und Unternehmenskontrolle bzw. -steuerung mit in die Betrachtung einbezogen wird. Auch in der heutigen M&A-Literatur in Deutschland fehlt allerdings noch immer der Fokus auf die spezifische Marktperspektive (wie z. B. die jüngeren Publikationen Wirtz 2003, 2006; Keuper et al. 2006; oder die Abschlussarbeit von Dreher gemeinsam mit Ernst 2014). So ist es auch zu erklären, weshalb der im angel-

I. EXPANSION	
<i>Mergers:</i>	horizontale, vertikale oder konglomerate Fusionen
<i>Tender offers:</i>	direkt an die Aktionäre gerichtetes monetäres Angebot mit oder ohne Einverständnis des Vorstandes
<i>Joint ventures:</i>	zeitlich beschränkte Zusammenarbeit zweier oder mehrerer Parteien für einen begrenzten Bereich der Geschäftsaktivitäten
II. SELL-OFFS	
<i>Spinoffs:</i>	für Aktionäre wertneutral bleibende Ausgliederungen von Unternehmensbereichen (rechtlich selbständig und im Besitz des Mutterunternehmens), Sonderform <i>split-up</i> , d.h. Auflösung der Holding zugunsten der einzelnen Bereiche
<i>Devestitures:</i>	Veräußerung von Unternehmensteilen (bei Börsengang auch <i>carve out</i>)
III. CORPORATE CONTROL	
<i>Premium buybacks:</i>	Rückkauf von größeren Aktienpaketen von Aktionären mit einer oberhalb des Marktpreises liegenden Prämie
<i>Standstill Agreements:</i>	freiwilliger Vertrag, der regelt, dass die derzeitigen Großaktionäre keine Erhöhung ihres Anteils oder die ausgekauften Aktionäre (im Rahmen eines buy backs) keine weiteren Investitionen in die Firma vornehmen
<i>Antitakeover Amendments:</i>	Erschwerungen oder Verteuerungen der Übernahme
<i>Proxy Contests:</i>	direkt gegen das alte Management gerichtete Versuche der Übernahme der Vorstandspositionen auf Hauptversammlungen (sog. <i>competing management teams</i>)
IV. CHANGES IN OWNERSHIP STRUCTURE	
<i>Exchange offers:</i>	Veränderung der Kapitalstruktur durch Austausch von Schulden oder Vorzugsaktien in normale Stammaktien vice versa: Erhöhung bzw. Senkung der Fremdkapitalhebelung
<i>Share repurchase:</i>	Rückkauf eigener Aktien, z.B. durch <i>self-tender offers</i> ; Ziel: Erhöhung des Aktienwertes für die verbliebenen Aktionäre
<i>Going private:</i>	Kauf des Eigenkapitals einer staatlichen Unternehmung durch eine Investorengruppe
<i>Leveraged buyouts:</i>	breit gestreuter Aktienbesitz wird durch hohen Fremdfinanzierungsanteil auf eine kleine Eigentümergruppe konzentriert

Abb. 2.1 Überblick über amerikanisches Verständnis der vier M&A-Teilbereiche. (Quelle: eigene Aufstellung in Anlehnung an Gliederung von Copeland und Weston 1988, Kap. 19, S. 676)

sächsischen Raum dominierende terminus technicus „market for corporate control“ hier noch keine rechte Entsprechung gefunden hat. Im Folgenden werden die Bereiche des M&A nochmals erweitert und anschließend für die Verwendung in dieser Arbeit fokussiert.

2.1.3 Klassische und weitere Bereiche der M&A – Eine Übersicht

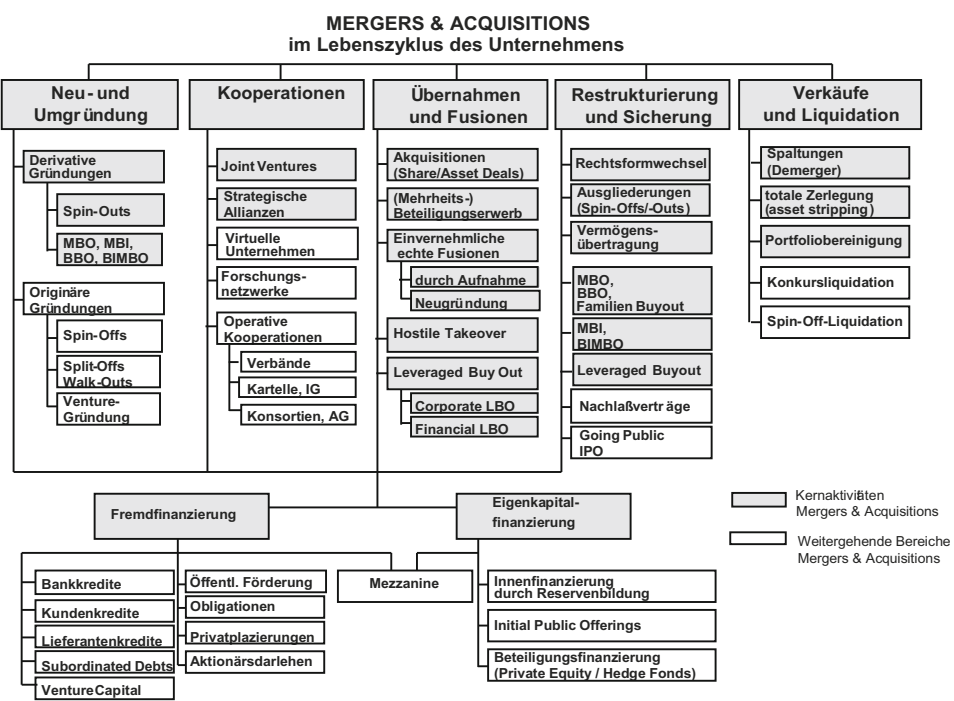


Abb. 2.2 Übersicht über Kernaktivitäten und weitere Bereiche des M&A. (Quelle: eigene Darstellung)

2.1.4 Fokussierung: Inhalt weiterer Auseinandersetzung

Das in der obigen Abbildung explizierte M&A-Verständnis am Gesamtlebenszyklus einer Unternehmung macht aufgrund der Bandbreite der Aktivitäten, von der Gründung über die Kooperation und Restrukturierung bis zur Liquidation eine Fokussierung für die weitere Vorgehensweise unerlässlich. Im Rahmen dieser Arbeit wird im Wesentlichen die Unternehmensakquisition, d. h. die Übernahme eines Unternehmens durch ein anderes aus der Perspektive des übernehmenden Unternehmens, im Vordergrund stehen. Daneben werden

Unternehmenskooperationen, d. h. *Joint Ventures* und *Strategische Allianzen* als Alternativen zur Übernahme ausgeführt werden. Weitere zentrale Aspekte des M&A werden dabei zumindest punktuell mitbehandelt.

Dabei geht es in diesem Kapitel zunächst um die Erscheinungsformen von Akquisitionen und Kooperationen. Im Kap. 3 werden die Theorien zur Unternehmensübernahme und die dahinter stehenden Strategiekonzepte expliziert. Im Kap. 4 werden Joint Ventures und Strategische Allianzen und im Kap. 5 entsprechend die Unternehmensakquisition in übersichtsartigen Phasen zusammenfassend dargestellt. Mit der gewählten strategischen, organisatorischen und kapitalmarkttheoretischen Perspektive und der genannten Fokussierung werden die Bereiche der Gründung, der Restrukturierung, Unternehmenssicherung sowie der Verkäufe und Liquidation nur partiell mitbehandelt werden können.

2.2 Akquisitions- und Kooperationsformen

Zunächst lassen sich Unternehmensverbindungen anhand von Abb. 2.3 hinsichtlich der wirtschaftlichen und rechtlichen Selbständigkeit in die zwei hier interessierenden Erscheinungsformen unterscheiden: in Kooperationen und Konzentrationen (i. S. von Akquisitionen).

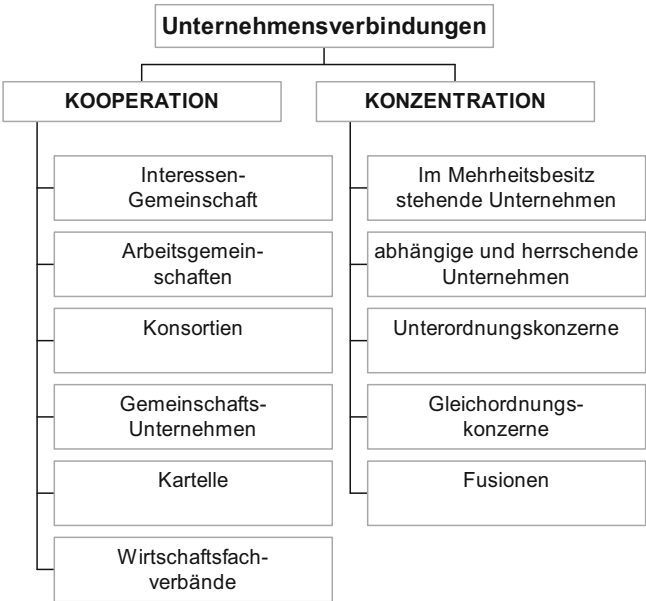


Abb. 2.3 Systematisierung nach wirtschaftlicher und rechtlicher Selbständigkeit. (Quelle: vgl. Wöhe 2013, S. 242)

2.2.1 Rechtliche Klassifizierungen: Unternehmenskonzentrationen und -kooperationen

Anhand der Abb. 2.4 und 2.5 können Erläuterungen zu den einzelnen Kooperations- und Konzentrationsformen hinsichtlich der rechtlichen und wirtschaftlichen Selbständigkeit, der üblichen Rechtsform sowie zu weitergehenden rechtlichen Regelungen gegeben werden.

Interessengemeinschaft

Im allgemeinen ein horizontaler Zusammenschluss von Unternehmungen auf vertraglicher Basis zur Wahrung und Förderung dauerhafter gemeinsamer Interessen. Sie bleiben rechtlich und wirtschaftlich selbständig. Sie werden i.d.R. als BGB-Gesellschaften (§§ 705ff. BGB) geführt. Prototyp: Gewinngemeinschaft (oder Interessengemeinschaft im engeren Sinn z.B. nach §292, I AktG).

Arbeitsgemeinschaft

I.d.R. horizontale Zusammenschlüsse rechtlich und wirtschaftlich selbständiger Unternehmen, die das Ziel verfolgen, eine bestimmte Aufgabe, einen einzigen Werkvertrag (§ 631 BGB) oder Werklieferungsvertrag (§ 651 BGB) bzw. eine begrenzte Anzahl derartiger Verträge gemeinschaftlich zu erfüllen (vorrangig im Bau- und Bankgewerbe). In der Regel BGB-Gesellschaft (§§ 705 ff. BGB).

Konsortium

Unternehmensverbindungen auf vertraglicher Basis, die zur Durchführung bestimmter, abgegrenzter Projekte gebildet werden. I.d.R. BGB-Gesellschaft (§§ 705 ff. BGB), die als Außengesellschaft fungiert. Vertretung gegenüber Dritten durch von den Mitgliedern bestellte Konsortialführer.

Gemeinschaftsunternehmen

Im internationalen Bereich Joint Ventures genannte Kooperationen sind eine Form der wirtschaftlichen Zusammenarbeit zwischen zwei oder mehreren voneinander unabhängigen Unternehmen – sog. Gesellschafterunternehmen –, bei der ein rechtlich selbständiges Unternehmen gemeinsam mit dem Ziel gegründet oder erworben wird, Aufgaben im gemeinsamen Interesse der Gesellschafterunternehmen auszuführen. I.d.R. gleichmäßige prozentuale Beteiligung und gemeinsame Leitung, aber im Gegensatz zum Konzernunternehmen keine einheitliche Leitung.

Kartelle

Horizontaler Zusammenschluss, bei dem nur vertragliche Absprachen erfolgen, bei dem keine kapitalmäßige Verflechtung erfolgt und die rechtliche Selbständigkeit der beteiligten Betriebe unangetastet bleibt. Ziel ist die Marktbeherrschung durch die Beseitigung oder zumindest die Beschränkung des Wettbewerbs. Die Rechtsform hängt von der Art und des Ziels des Kartells ab. Kartelle niedriger Ordnung, die nach außen nicht in Erscheinung treten, sind i.d.R. BGB-Gesellschaften. Bei Kartellen höherer Ordnung entsteht zur eigenen Rechtsfähigkeit eine Doppelgesellschaft (GmbH, GbR), die z.B. mit den Syndikaten (meist absatzgetrieben) den höchsten Bindungsgrad aufweisen.

Kartellabsprachen beziehen sich auf

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> – die Absatz- und Geschäftsbedingungen (Konditionenkartelle) – die Festsetzung der Absatzpreise (Preiskartelle) <ul style="list-style-type: none"> a. Einheitspreiskartell b. Mindestpreiskartell c. Submissionskartell (bei öffentlichen Ausschreibungen) d. Gewinnverteilungskartelle e. Markenschutzkartell (unverb. Preisempfehlungen, Preisbindung der 2. Hand) | <ul style="list-style-type: none"> – die Produktion (Produktionskartelle) <ul style="list-style-type: none"> a. Normen- und Typenkartell b. Spezialisierungskartell c. Patentverwertungskartell d. Kontingentierungskartell – den Absatz (Absatzkartelle) <ul style="list-style-type: none"> a. Syndikat (Zentralisierung des Absatzes) b. Gebietskartelle |
|---|--|

Anmeldungspflichtige Kartellarten

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> – Konditionenkartelle – Rabattkartelle – Spezialisierungskartelle – Kooperationskartelle | <ul style="list-style-type: none"> – Einkaufskartelle – Normen- und Typenkartelle – Kalkulationsverfahrenskartelle – Exportkartelle |
|---|---|

Abb. 2.4 Erläuterungen zu den einzelnen Kooperationsformen. (Quelle: vgl. z.B. Wöhe 2013, S. 242 ff. und eigene Recherchen)

(1) Mehrheitsbesitz und Mehrheitsbeteiligung (§16 AktG)

Begriff der Mehrheitsbeteiligung bezieht sich sowohl auf die Kapitalmehrheit (nennwertbezogen) als auch auf die Mehrheit der Stimmrechte (relevant bei Vorzugsaktien).

(2) Abhängige und herrschende Unternehmen (§17 AktG)

Nach §17 Abs. 1 AktG sind abhängige Unternehmen rechtlich selbständige Unternehmen, auf die ein anderes Unternehmen (herrschendes Unternehmen) unmittelbar oder mittelbar einen herrschenden Einfluss ausüben kann. Bei dieser Form reicht im Gegensatz zum Konzern mit dem Abhängigkeitsverhältnis bereits die Möglichkeit der Einflussnahme. Es gilt eine nach § 18 Abs. 1 Satz 3 AktG geregelte „Konzernvermutung“.

(3) Konzernunternehmen (§18 AktG) (im angelsächsischen Sprachgebrauch auch „Trust“)

- *Unterordnungskonzern* (Abhängigkeitsverhältnis und eine einheitliche Leitung des herrschenden Unternehmens (§ 18 Abs. 1 Satz 1 AktG).
- *Gleichordnungskonzern* (nur unter einheitlicher Leitung §17 und §18 Abs. 2 AktG)
- *Vertragskonzern* (Abschluss eines Beherrschungsvertrages i.S. von §291, Abs. 1 AktG)
- *faktischer Konzern* (tatsächliche Beherrschung durch Beteiligungsbesitz)

Beherrschung der Konzernmitglieder kann auch durch eine Holding-Gesellschaft (Dachgesellschaft) erfolgen. Mehrere Gesellschaften bringen ihre Aktien in eine neue gegründete Gesellschaft ein, wobei die rechtliche Selbständigkeit der Konzernglieder weiterhin erhalten bleibt.

(4) Wechselseitige Beteiligung (§19 AktG)

Nach § 19 Abs. 1 AktG sind wechselseitig beteiligte Unternehmen solche Unternehmen mit Sitz im Inland in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft, bei dem jeder Unternehmung mehr als ein Viertel der Anteile der anderen Unternehmung gehört. Es können drei Fälle unterschieden werden: a). keines der Unternehmen kann einen beherrschenden Einfluss nehmen, b). ein Unternehmen besitzt eine Mehrheitsbeteiligung oder kann mittelbar oder unmittelbar einem beherrschenden Einfluss nehmen, c). jedes der beteiligten Unternehmen besitzt eine Mehrheitsbeteiligung oder kann unmittelbar oder mittelbar Einfluss nehmen.

(5) Durch Unternehmensvertrag verbundene Unternehmen (§291, 292 AktG)

Nach §§293, 294 AktG mit der Voraussetzung einer Dreiviertelmehrheit der Hauptversammlung mit Eintragung im Handelsregister. Darunter fallen: Beherrschungsvertrag, Gewinnabführungsvertrag, (Teil-) Gewinngemeinschaftsvertrag, Betriebspacht- und Betriebsüberlassungsvertrag (§§291, 292 AktG).

(6) Fusionen (Verschmelzung) (UmwG)

Als Fusion bezeichnet man einen Konzentrationsvorgang, der zu einem Unternehmenszusammenschluss führt, bei dem die sich zusammenschließenden Unternehmen nicht nur zu einer wirtschaftlichen, sondern auch zu einer rechtlichen Einheit zusammengefasst werden und zwar dadurch, dass das Betriebsvermögen zweier oder mehrerer bisher selbstständiger Unternehmen zu einem einzigen Betriebsvermögen verschmolzen wird. Rechtsträger können nach § 2 UmwG unter Auflösung ohne Abwicklung verschmolzen werden:

(1) im Wege der Aufnahme (§§ 4 – 35 UmwG) bzw. (2) im Wege der Neugründung (§§ 36 – 38 UmwG).

Abb. 2.5 Erläuterungen zu einzelnen Konzentrationsformen nach dem Aktiengesetz (AktG) bzw. Umwandlungsgesetz (UmwG). (Quelle: Eigene Darstellung, vgl. auch die Aufstellungen von Wöhe 2013; Kappler und Rehkugler 1991, S. 205–217)

2.2.2 Wirtschaftliche und organisatorische Klassifizierungen von Unternehmenszusammenschlüssen

Vor dem Hintergrund der organisationalen Aspekte bei Mergers & Acquisitions interessieren für diese Arbeit lediglich zwei Formen der Unternehmenszusammenschlüsse, bei denen die wirtschaftliche Selbständigkeit zumindest des Zielunternehmens aufgegeben wird. Unterscheidungen, selbst in diesem eng definierten Bereich, sind in der bisherigen Literatur noch unterentwickelt und führen zu erheblichen Irritationen, mitunter selbst bei Insidern (vgl. z. B. die erste allgemeinere Darstellung von Grüter 1990, S. 28 und 31). In Abb. 2.6 erfolgt ein Systematisierungsvorschlag, in dem alle relevanten Unterscheidungen für Unternehmenszusammenschlüsse aufgeführt werden. Einige sind bereits im Kap. 1 ausführlich erörtert worden, andere werden im Rahmen dieses Kapitels bzw. im Kap. 3 ausgeführt werden.

Merkmale	Ausprägungen von Unternehmenszusammenschlüssen				
1. Typus des Zusammenschlusses	Akquisition (Erhalt der rechtlichen Selbständigkeit)		Verschmelzung (Bildung einer rechtlichen Einheit)		
2. Partnersymmetrie aus Sicht des Verkäufers	Unterordnung (Akquisition)	Überordnung (Reverse Merger)		Gleichordnung (Merger of Equals)	
3. Finanzierung	Barzahlung (Cash Offer)	Fremdfinanzierung (Leveraged Buy Out)		Aktientausch (Share Offer)	
4. Vortragsweise beim Ziel-Management	Freundlich (Friendly Takeover)		Unfreundlich (Unfriendly/Hostile Takeover)		
5. Vortragsform	Auktion/ Bietungsverfahren	Direktangebot an Verkäufer		Indirektes Angebot über Makler	
6. Erwerbertyp	Finanzinvestor		Private Equity		Strategischer Investor
7. Wertschöpfungs- richtung	Wettbewerber (horizontal)	vor-/nachgelagerte Prozesse (vertikal = Up-/Down-stream)		Komplementäre Geschäftsbereiche (konvergent)	Unverwandte Geschäftsbereiche (lateral/konglomerat)
8. Zielstellung/Motive	Operative Ziele (Kosten- /Wachstums-synergie = economies of scale and scope)	Strategische Ziele (Zugang zu HR, Technologie, -Wissen, Markt, Standardisierung)	Spekulative Ziele (Gewinn bei Desinvestition bzw. Exit)	Management- Motive (Jobsicherung, Gehalt, Erhöhung von Macht und Einfluß)	Zeit-Motive (Zeitgewinn gegenüber Eigen-entwicklung = economies of speed)
9. Nationalität	Grenzüberschreitender Zusammenschluß (Cross Border Transaction)			Nationaler Zusammenschluß	
10. Exit	Verkauf an Dritte (Trade Sale)		Börsengang/Teilplatzierung (IPO bzw. Equity Carve Out)		Kein Exit

Abb. 2.6 Merkmalsausprägungen von Unternehmenszusammenschlüssen. (Quelle: M&A im engeren Sinne nach Jansen 2004a, S. 46)

2.2.3 Unternehmensakquisitionen aus der Perspektive der Außenfinanzierung

Unternehmensakquisitionen werden vielfach aus der Perspektive der Außenfinanzierung charakterisiert. Die Außenfinanzierung lässt sich in die Eigenfinanzierung, d. h. eine Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung, und die Fremdfinanzierung, d. h. eine Kreditfinanzierung, unterscheiden.

2.2.3.1 Beteiligungsfinanzierung und Finanzierungsinstrumente

Bei der Eigenfinanzierung emissionsfähiger Unternehmen handelt es sich bei der Aktiengesellschaft um die Ausgabe von Aktien (als Nennwert-, Quoten-, Stamm-, Vorzugs-, Vorrats- und Inhaberaktien sowie vinkulierte und nicht vinkulierte Namensaktien), bei der GmbH entsprechend um die Übernahme von Stammanteilen. Die Beteiligungsfinanzierung nicht-emissionsfähiger Unternehmen läuft über keinen organisierten Markt für Eigenkapital wie es bei großen Aktiengesellschaften der Börse der Fall ist. Mit dem seit 1997 initiierten so genannten *Neuen Markt* (NEMAX) wurde zumindest ein Versuch einer risikoreicheren Kapitalisierung mit zunächst auch gewissem Erfolg unternommen. 2003 im Zuge der Dotcom-Krise und der einhergehende Skandale wurde im Zuge der Einstellung zum 30. Dezember 2004 dann der TecDAX ins Leben gerufen.

Insbesondere für kleine Aktiengesellschaften und GmbHs war es in Deutschland lange Zeit schwer, neben der Innenfinanzierung bzw. der Aufnahme weiterer (stiller) Gesellschafter entsprechendes Kapital für Investitionen, Produkteinführungen, Technologieentwicklungen und eben auch für Firmenkäufe zu erhalten. Vorschläge der direkten Zulassung von GmbH- und KG-Anteilen an Börsen sind bisher nicht umgesetzt worden. Damit werden diese Firmen häufig selbst zu einem Übernahmekandidaten, da sie aus eigener Kraft häufig nicht den eingangs skizzierten Herausforderungen des sich globalisierenden Marktes entsprechen.

Um zum einen diesen Mangel an Beteiligungskapital nicht-emissionsfähiger Unternehmen zu beheben und um andererseits aufkaufwillige börsennotierte Unternehmen vom Markt zu nehmen (*Delisting*), haben sich mittlerweile auch in Deutschland in den 1990er sowie den ersten Jahren des neuen Jahrhunderts mehrere Institutionen und Instrumente etabliert, die im Folgenden in Kürze dargestellt werden:

2.2.3.1.1 Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Private Equity-Gesellschaften

Waren es früher in der Regel noch von Banken gegründete Tochtergesellschaften sind es heute vermehrt die eigenständigen *Private Equity-Gesellschaften* und *Hedge Fonds-Gesellschaften*, die außerbörsliches Eigenkapital zur Verfügung stellen. Dies erfolgt entweder im Rahmen von offenen Beteiligungen durch den Erwerb von Gesellschaftsanteilen oder in Form von stillen Beteiligungen. Während früher dabei häufig Gewinnbeteiligungen für die Kapitalbeteiligter vorlagen und ausschließlich eine Finanzierungsfunktion verfolgt wurde, d. h. keine unmittelbare Einflussnahme auf das Management einherging, hat sich dies mittlerweile deutlich geändert.

Warburg Pincus waren die Ersten, die dem heutigen Begriff von *Private Equity* (PE) entsprechend anfangen, mit Krediten und dem Geld ihrer Investoren Unternehmen zu kaufen und sie nach entsprechenden Änderungen gewinnbringend wieder zu veräußern.

In den 1980er Jahren trat *Private Equity* zum ersten Mal in das breitere Bewusstsein der US-amerikanischen Öffentlichkeit: Eine Welle feindlicher, kreditfinanzierter Übernahmen großer Konzerne durch private Investoren erschütterte damals die dortige Unternehmenslandschaft. Eine beträchtliche Anzahl ineffizient geführter Unternehmen mit verhältnismäßig leicht realisierbaren Verbesserungspotentialen bot *Private Equity*-Investoren und Firmenjägern eine Menge an attraktiven Zielobjekten. Als legendär – auch wegen der literarischen Verwertung in dem Bestseller „*The Barbarians at the Gate*“ ist die Übernahmeschlacht zwischen *Kohlberg Kravis Roberts & Co.* und *Forstman Little* um den Mischkonzern *RJR Nabsco* im Jahr 1988.

1988 war auch das Gründungsjahr des *Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften* (BVK) als die umfassende Organisation der deutschen und der in Deutschland tätigen Repräsentanten ausländischer Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Am 8. Dezember 1989 schloss er sich mit dem *Deutschen Venture Capital Verband* (DVCA) zusammen, in dem die Mitgliederzahl von 65 im Jahr 1991 auf nunmehr vergleichsweise stabil bleibende 187 im Jahr 2014 stieg (BVK 2015). Tabelle 2.1 zeigt die Entwicklung des Beteiligungsgeschäftes in Deutschland im Vergleich.

Tab. 2.1 Entwicklung der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2006, 2012/13. (Quelle: BVK 2007, 2013, 2015)

	31.12.2006	31.12.2012	31.12.2013
Verwaltetes Kapital	28,7 Mrd. €	42,03 Mrd. €	40,26 Mrd. €
Fundraising	2,8 Mrd. €	1,97 Mrd. €	1,1 Mrd. €
Investitionen	3,6 Mrd. €	6,63 Mrd. €	4,68 Mrd. €
Portfolio	23,1 Mrd. €	35,8 Mrd. €	36,36 Mrd. €
Portfoliounternehmen	5986	5810	5950
Indirekt Beschäftigte	800.000	990.000	995.000

In der Vergleichsübersicht der Jahre 2006 und 2013 zeigt sich einerseits, dass das verwaltete Kapital (*capital under management*) über die Jahre deutlich zugenommen hat. Das Fundraising hingegen ist in den vergangenen Jahren nach der Krise in Deutschland deutlich stärker eingebrochen (vgl. Abb. 2.7) als im internationalen Vergleich: Weltweit wurden 2006 140 Mrd. Euro frisches Geld *gefundraist* (Haacke 2006, S. 128). 2013 war nach Angaben von *Bain & Company* das beste Jahr seit der Krise, in dem die 902 Fonds 461 Mrd. US-Dollar akquirierten und damit einen Zuwachs von 21 Prozent im Vergleich zu 2012 erzielten (vgl. Global Private Equity Report 2014, S. 17). Abbildung 2.8 zeigt die Steigerung in Anzahl und Volumen weltweit.

Eine Besonderheit für den deutschen M&A-Markt, der von vielen kleineren Familienunternehmen geprägt ist, und dem deutschen Private Equity-Markt, der zunehmend durch die das private Vermögen managende sogenannten *Family Offices* geprägt wird, sind sogenannte *Family Club Deals*, also Direktinvestitionen von privaten Vermögenden – gemeinsam mit anderen. Yvonne Brückner untersuchte dazu 48 *Family Offices* der DACH-Region als im internationalen Vergleich relativ homogenem Kultur- und Sprachraum, davon 23 Single- und 25 Multi-Family-Einheiten (vgl. Brückner 2014). Damit entsteht ein neuer Akteur im Markt für die Finanzierung von M&A-Transaktionen – aus den Familienunternehmen und den daraus entstandenen Vermögen für Familienunternehmen (vgl. Abb. 2.9 und 2.10).

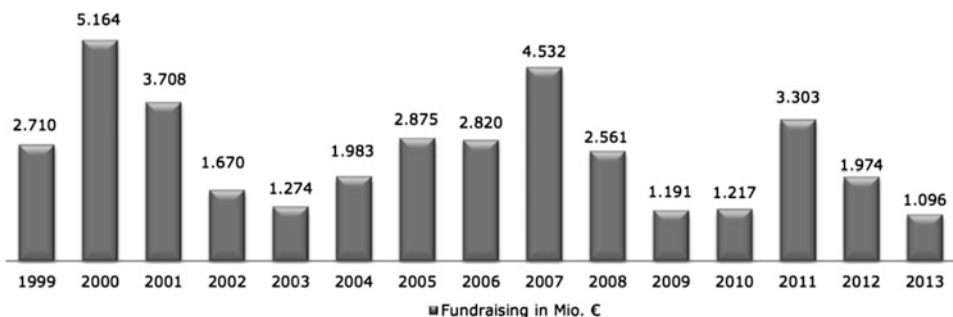


Abb. 2.7 Fundraising deutscher Beteiligungsgesellschaften 1999–2013. (Quelle: BVK 2015)

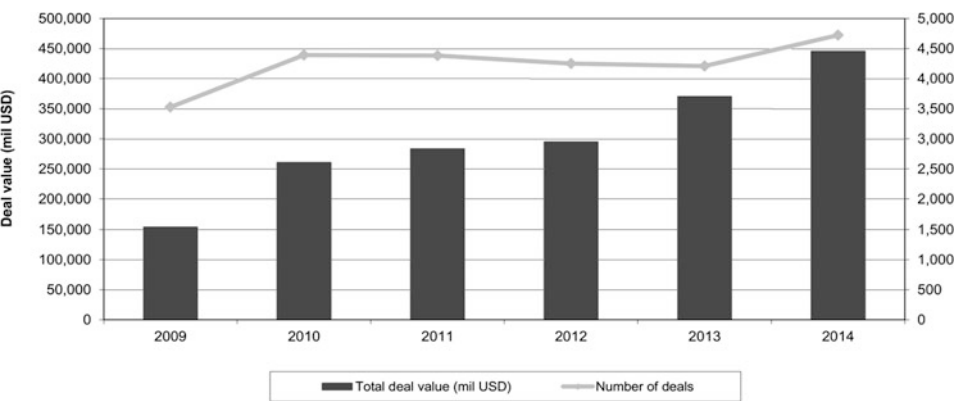


Abb. 2.8 Anzahl und Volumen der weltweiten Private Equity Deals 2009–2014. (Quelle: Zephyr 2014)

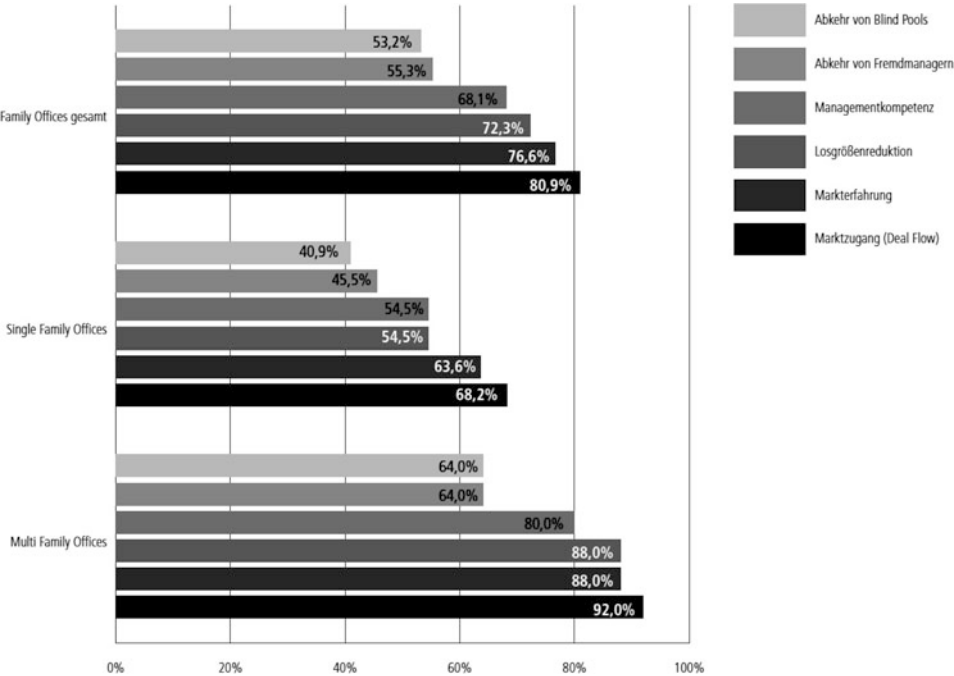


Abb. 2.9 Motive von Family Club Deals. (Quelle: Brückner 2014, S. 66)

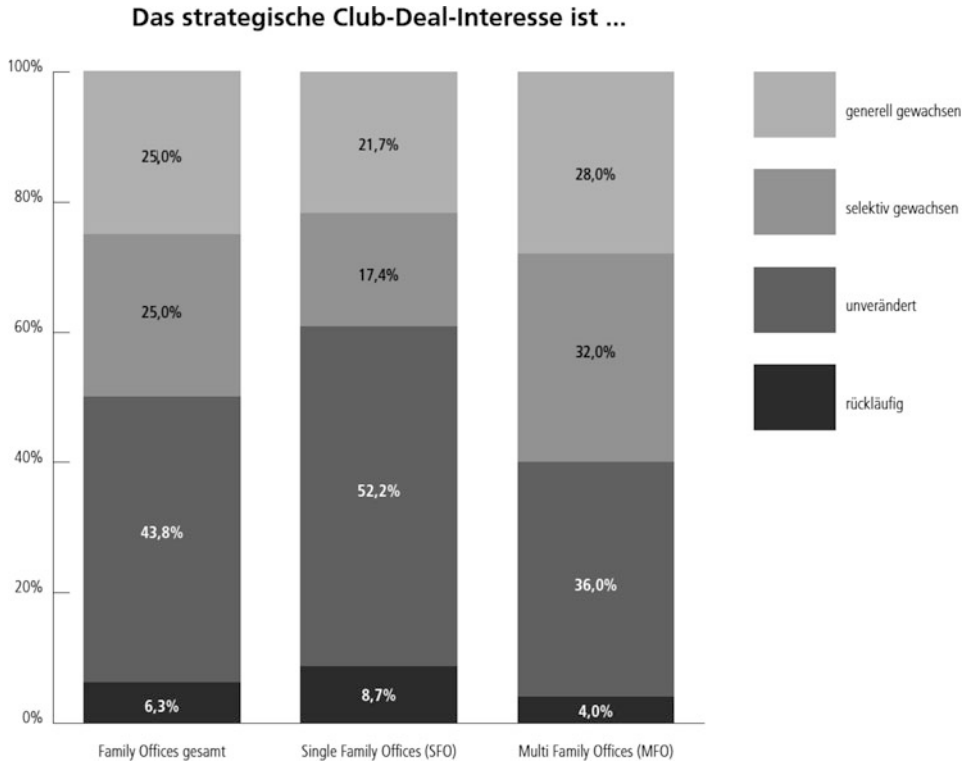


Abb. 2.10 Motive von Family Club Deals. (Quelle: Brückner 2014, S. 67)

2.2.3.1.2 Venture Capital-Gesellschaften

Venture Capital-Gesellschaften stellen insbesondere jungen und innovativen Firmen (in der Regel Existenzgründungen) Risiko- bzw. Wagniskapital bereit. Ihre Refinanzierung läuft über Banken, Versicherungen und Großunternehmen sowie Privatpersonen durch die Auflage entsprechender Venture Capital-Fonds. Im Gegensatz zu den Gewinnbeteiligungen bei den Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind hier insbesondere die Realisierungen der Wertsteigerungen einzelner Beteiligungen für die kapitalgebende Gesellschaft interessant. Diese müssen durch realistische Optionen des Ausstiegs nach zwei bis fünf Jahren realisierbar sein (Exit-Strategien durch Börsengänge, *Trade Sales* an Wettbewerber des Beteiligungsunternehmens oder *Secondary Buyouts* an andere Kapitalbeteiligungsgesellschaften). Sie stellen neben der Finanzierungsfunktion auch Managementberatungsleistungen zur Verfügung.

Auch wenn die Datenbasen hier systematisch problematisch sind, werden folgend die Daten gemäß der Datebanken von *Preqin* zur Beschreibung der aktuellen Entwicklung aufgenommen (vgl. auch <https://www.preqin.com>):

- (1) Weltweite Entwicklung: Das investierte *Venture Capital* betrug 87 Mrd. US-Dollar in 2014, und damit 58 % mehr als in 2013. Für die Entwicklung in den USA siehe Abb. 2.11.

Die insgesamt 7474 Finanzierungen zeigen hingegen einen Rückgang von 11 % auf. Damit ist das Volumen pro Beteiligung sehr deutlich gestiegen. Insbesondere Asien und andere Nicht-US- und Nicht-EU-Staaten haben von diesem absoluten Wachstum profitiert – um 160 % von 2014 auf 2013.

- (2) Europäische Entwicklung: Ein Rückgang von 18 % bei der Anzahl der Deals bei einem leichten Anstieg um 100 Mio. US-Dollar auf 9,2 Mrd. US-Dollar in 2014.
- (3) Chinesische Entwicklung: Wachstum in der Anzahl um 15 % auf 504 Transaktionen in 2014 mit einem Anstieg um 212 % beim Beteiligungswert auf 12,8 Mrd. US-Dollar.
- (4) Indische Entwicklung: Wachstum in der Anzahl um 14 % in 2014 mit einem Anstieg um 217 % beim Beteiligungswert auf 5,4 Mrd. US-Dollar.
- (5) Top 10: Fünf aus den USA, zwei aus China, drei aus Indien. Europa zeigte eine tatsächlich vergleichsweise schwache Entwicklung in diesem Wachstumsfinanzierungsmarkt für junge Unternehmen (vgl. auch Tab. 2.2).

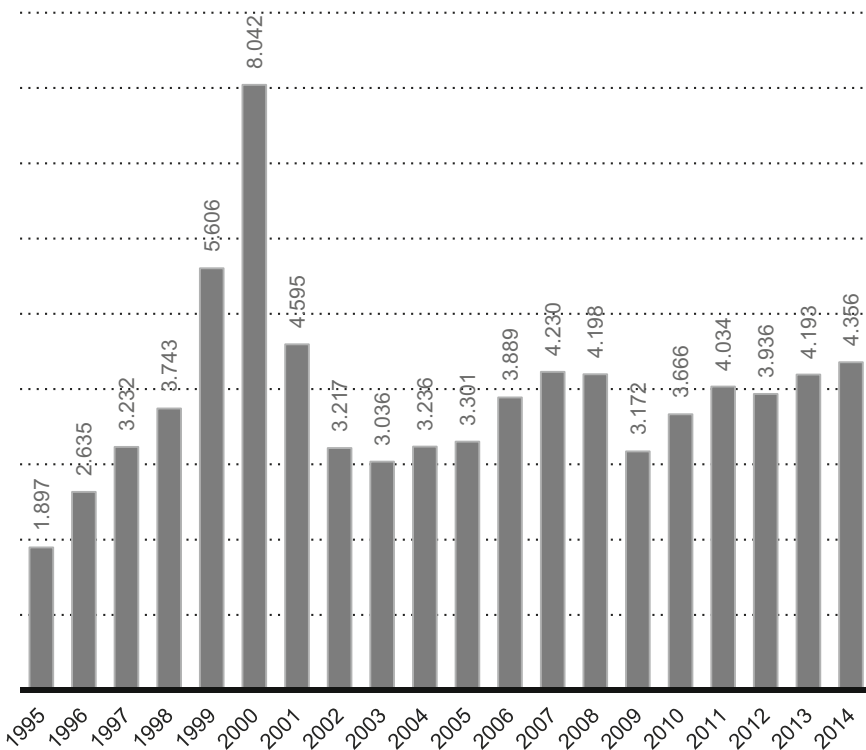


Abb. 2.11 Anzahl der US-amerikanischen Venture Capital Deals 1995–2014. (Quelle: PwC/ Thomson Reuters/NVC 2014)

Tab. 2.2 Größte Venture Capital-Beteiligungen 2014. (Quelle: Preqin 2015)

Company Name	Deal Date	Stage	Deal Size (mn)	Currency	Investors	Industry	Location
Uber Technologies, Inc.	Jun-14	Series D/Round 4	1,200	USD	BlackRock, Fidelity Equity Partners, Google Ventures, Kleiner Perkins Caufield & Byers, Menlo Ventures, Summit Partners, Wellington Management	Telecoms	US
Uber Technologies, Inc.	Dec-14	Series E/Round 5	1,200	USD	Lone Pine Capital, New Enterprise Associates, Qatar Investment Authority, Valiant Capital Partners	Telecoms	US
Flipkart	Dec-14	Unspecified Round	1,100	USD	All Stars Investment, DST Global, GIC Private Limited, Hopu Investment Management, Yunteng Capital	Telecoms	China
Cloudera	Jul-14	Unspecified Round	1,000	USD	Accel Partners, DST Global, GIC Private Limited, Iconiq Capital, Morgan Stanley Alternative Investment Partners, Naspers, Sofina, Tiger Global Management	Internet	India
Didi Taxi	Mar-14	Series F/Round 6	740	USD	Intel Capital	Software	US
Snapdeal.com	Dec-14	Series D/Round 4	700	USD	DST Global, Temasek Holdings, Tencent	Telecoms	China
Flipkart	Dec-14	Series H/Round 8	700	USD	Baillie Gifford, DST Global, GIC Private Limited, Greenoaks Capital Management, Iconiq Capital, Naspers, Qatar Investment Authority, Steadview Capital Management, T Rowe Price, Tiger Global Management	Internet	India
Huayi Brothers	Oct-14	Unspecified Round	627	USD	Recruit Holdings, ru-Net Ltd., Softbank	Internet	India
Magic Leap, Inc.	Dec-14	Unspecified Round	600	USD	Baidu	Telecoms	US
Beimgmate Group Co., Ltd	Oct-14	Series B/Round 2	542	USD	Andreessen Horowitz, Google, KKR, Kleiner Perkins Caufield & Byers, Legend Pictures, LLC, Obvious Ventures, Qualcomm Ventures, Vulcan Capital	Software	US

- (6) Performance-Entwicklung: Die analysierte Verbesserung der Renditeerzielung lag in 2014 25,9 % und damit höher als alle anderen Private Equity-Typen.
- (7) Marktführer USA: Auch wenn die USA auch in 2014 die prominenteste Region für Venture Capital Investitionen mit 4594 Transaktionen in einem Investitionsvolumen von 53,9 Mrd. US-Dollar war, ist die relative Anzahl an allen globalen Transaktionen der niedrigste seit 2007.

Beispiele für Venture Capital-Investitionen waren in 2014 die beiden Beteiligungen an Uber Technologies für mehr als 2,4 Mrd. US-Dollar, die Beteiligungen an Flipkart (1,8 Mrd. US-Dollar), Cloudera (1 Mrd.), Didi Taxi (740 Mio.), Snapdeal (700 Mio.).

Mit Blick auf das Fundraising von Venture Capital-Funds wurden nach Angaben von Thomson Reuter und Dow Jones LP Source 85,07 Mrd. US-Dollar eingeworben, davon allein in den USA ca. 33 Mrd. US-Dollar in 2014 eingeworben, was einem Anstieg um 62 % zum Vorjahr entspricht.

Und die Investitionserträge steigen ebenfalls, was an insgesamt 273 Börsengängen lag, in denen Venture Capital eingebunden war – die höchste Anzahl nach 2000, so die Zahlen von Dow Jones VentureSource.

Dabei zeigt sich, dass das weltweite Wachstum wir folgt auf die Finanzierungsphasen verteilt: *early-stage* +33,1 Prozent, *late-stage* +41,1 und *multi-stage* +157,2 Prozent (Dow Jones LP Source 2015). Zu den Investitionen nach Lebenszyklusphasen in Deutschland die beiden folgenden Abb. 2.12 und 2.13:

2.2.3.1.3 Investitionen nach Lebenszyklusphasen des Zielunternehmens

	2009		2013	
	Mio. Euro	Unternehmen	Mio. Euro	Unternehmen
Nach Finanzierungsanlass				
Seed	55,78	152	44,07	168
Start-up	345,95	417	372,97	436
Later stage-Venture Capital	257,23	381	256,85	136
Venture Capital insgesamt	658,96	929	673,89	723
Growth	519,05	143	346,03	456
Turnaround	98,74	46	27,97	17
Replacement Capital	96,01	20	40,40	11
Buy-Outs	1.651,07	88	3.589,73	86
Gesamt	3.023,83	1.216	4.678,00	1.288

Abb. 2.12 Investitionen nach Phasen 2009–2013. (Quelle: BVK 2015)

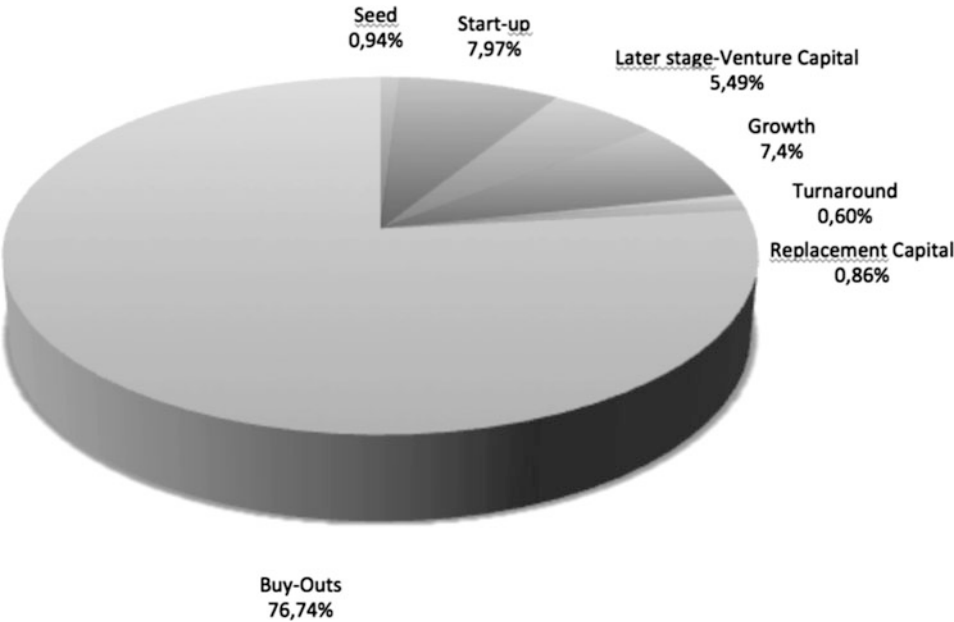


Abb. 2.13 Investitionen nach Finanzierungsphasen 2013. (Quelle: BVK 2015)

2.2.3.1.4 Wertsteigerungshebel für Private Equity-Investitionen

Die Investitionsaufteilungen belegen auch für Deutschland die vorrangige Übernahmetechnik über den *Leveraged Buy Out (LBO)*, wie auch die klassische Vorgehensweise bei Private Equity-Investitionen zeigten (vgl. Abb. 2.14).

Auf die konkreten Übernahmeformen wird im kommenden Abschnitt ausführlicher eingegangen werden.

2.2.3.1.5 Erste Erfolgsbewertungen der 1980er und 1990er Jahre

Der Erfolg der Kapitalbeteiligungsgesellschaften ist nach einer Studie von *Steve Kaplan* von der University of Chicago und *Antoinette Schoar* vom MIT zu differenzieren (Kaplan und Schoar 2003). So haben *Private Equity-Fonds* über den Zeitraum von 1980 bis 2001 ihren Investoren geringere Erträge erwirtschaftet, als wenn diese ihr Kapital im „Standard & Poors 500“ investiert hätten. Während das obere Viertel der *Private Equity*-Gesellschaften im Durchschnitt eine Ertragsrate von jährlich 23 % erzielten und sich damit deutlich vom Erfolg traditioneller Anlageformen abheben konnte, verdiente das untere Viertel durchschnittlich nur 4 %. Andere Studien kommen zu ähnlichen Schlüssen: Nach Aussage von *Greenwich Associates*, einer Beratungsfirma für Pensionsfonds, können nur die besten 25 *Private Equity*-Fonds bessere Erträge generieren als der S&P-Index (vgl. Abb. 2.15).

- **Rationalisieren und Steigerung der operativen Effizienz.** Verbesserung der Rentabilität der erworbenen Beteiligungen durch Mittel des Financial Engineering, Kostenkürzungen und die Optimierung von Geschäftsprozessen. Dabei sind die operativen Wertsteigerungshebel durch Prozess-Optimierung weitaus häufiger Werttreiber als die vermutete Kostensenkung und Entlassungspolitik.
- **Günstig kaufen, teuer verkaufen.** Manchmal sind Unternehmen bei den Investoren zu Unrecht in Ungnade gefallen und daher unterbewertet. Dies macht es für Private Equity-Firmen besonders interessant, sie zu kaufen und bei einem freundlicheren Marktumfeld mit Gewinn wieder zu veräußern.
- **Wachstumsschwellen überwinden.** Nicht selten wird mit dem Eigenkapital für das Ziel-Unternehmen Wachstumsschwellen z.B. wiederum durch Wettbewerberaufkäufe bzw. durch die Umsetzung einer Internationalisierungsstrategie.
- **Zerschlagen.** Insbesondere bei Mischkonzernen sind die Einzelteile oftmals alleine mehr wert als ihre Summe (Conglomerate Discount). Filettiert man diese Unternehmen, und verkauft die einzelnen Geschäftsbereiche, kann man auf diesem Wege einen höheren Verkaufspreis erzielen als den Preis, zu dem die Unternehmensgruppe erworben wurde.
- **Incentivierung.** Schaffung von Anreizen, indem man das Management am Unternehmen beteiligt. Angestellte werden Unternehmer.
- **Leverage-Effekt nutzen.** Mit einer Kreditfinanzierung, deren Zinssatz unter der mit dem eingesetzten Eigenkapital erzielten Rendite liegt, können die mit den oben genannten Maßnahmen erzielten Erträge nochmals vervielfacht werden.

Abb. 2.14 Klassische Methoden zur Wertsteigerung bei Private Equity-Investitionen. (Quelle: Eigene Zusammenstellung)

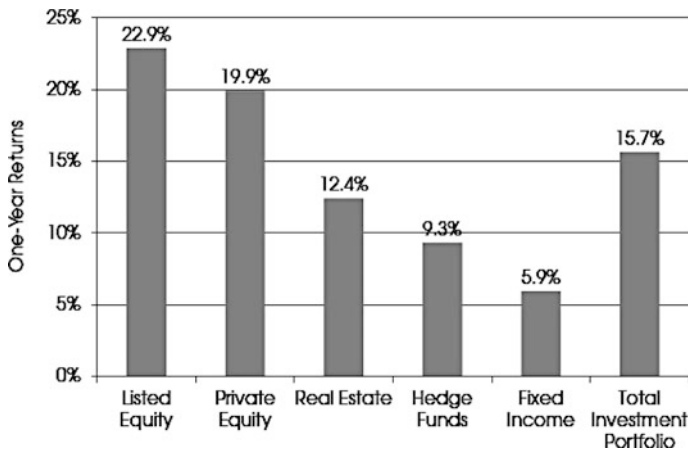


Abb. 2.15 Ertragsentwicklung von Private Equity im Vergleich zu anderen Asset-Klassen. (Quelle: Preqin 2015)

2.2.3.2 Unternehmensübernahmetechniken

In den 1990er Jahren hatten sich in Deutschland insbesondere durch die Wiedervereinigung und das Treuhandgeschäft weitere Übernahmetechniken durchgesetzt (vgl. Abb. 2.16). Die wichtigsten durch die USA geprägten Techniken sind in der Regel Instrumente der Außenfinanzierung. Es lassen sich Unterscheidungen hinsichtlich der *Finanzierungsform* (so genannte *Leveraged Buyout*) einerseits und des Bezugs auf die *Person des Übernehmers* („Management Buyout“, „Management Buyin“ oder „Belegschafts Buyouts“ etc.) andererseits treffen.

FINANZIERUNGSBEZOGENE ÜBERNAHMETECHNIKEN

Leverage Buy-Out (LBO): Spezielle Finanzierungs Kombination im Falle der Übernahme bzw. des Aufkaufes eines Unternehmens durch neue Eigentümer. Es erfolgt eine Konzentration des zuvor meist breit gestreuten Aktienbesitzes (free float) in eine kleine Eigentümergruppe. Ein wesentliches Merkmal liegt im hohen Maße steigenden Fremdkapitalanteil aufgrund der Kauffinanzierung (LeverageEffekt).

PERSONENBEZOGENE ÜBERNAHMETECHNIKEN

Management Buyout (MBO): Kauf des Unternehmens durch die bisherigen Manager. Die Finanzierung derartiger MBOs wird in der Regel durch einen LBO realisiert. Daher sind die personenbezogenen Übernahmetechniken zum größten Teil nichts anderes als die Spezifizierung der Käuferseite für einen LBO. Es wird steuerlich zwischen dem direkten Auskauf (single stage MBO) und der GmbH-Gründung, die entsprechend den Auskauf tätigt (two stage MBO), unterschieden.

Management Buyin (MBI): Kauf des Unternehmens durch externe Manager.

Belegschafts bzw. Employee Buyout (BBO/EBO): Wenn mehr als 50% der Kapitalanteile (und der Stimmrechte) durch die Belegschaft ausgekauft werden und damit nicht in der Hand der Unternehmensleitung sind.

BIMBO: Mischform aus dem MBI und dem MBO. Damit kaufen interne und externe Manager das Unternehmen gemeinsam und teilen sich entsprechend die Leitung mit unternehmensspezifischen Know-how und mit externem Wissen.

Familien bzw. Owner Buyout (OBO): Spezialfall in Familienunternehmen bei Auszahlung der Erbengemeinschaft oder einzelner Stämme durch einen einzelnen Erben.

Abb. 2.16 Übernahmetechniken. (Quelle: Eigene Zusammenstellung)

Zunächst wird die dahinter stehende Diskussion über den Zusammenhang zwischen Kapitalstruktur und Unternehmenswert anhand der verschiedenen Positionen geführt werden. Insbesondere die kapitalmarkttheoretische Diskussion in den 1960er und 1970er Jahren drehte sich um die Wirkungen der Kapitalstruktur auf den Marktwert der Unternehmen. Hier bereits mehrfach angeführt ist in diesem Zusammenhang der so genannte „*Leverage Effekt*“: Er beschreibt die Hebelwirkung der Kapitalstruktur.

So lässt sich eine Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität r_E durch weitere Verschuldung bei einer über dem Fremdkapitalzins r_D liegenden Gesamtkapitalrentabilität r_A erzielen. Dabei gilt, dass die Gesamtkapitalrendite r_A größer sein muss als die Fremdkapitalzins r_D . Aus der Annahme der Unabhängigkeit des Fremdkapitalzinses vom Verschuldungsgrad folgt, dass die Eigenkapitalrendite linear mit dem Verschuldungsgrad ansteigt. Dieser Effekt kann aber ebenso in umgekehrter Richtung laufen. 1958 haben Modigliani/Miller in ihrem Aufsatz zu den „*cost of capital*“ ihre zwei Propositionen dargelegt, die eben diesen Leverage Effekt vollständig in Frage stellen (vgl. einführend auch Brealey und Myers 1991, S. 406 und folgende Abb. 2.17 und 2.18).

*Proposition 1: Separation von Finanzierungs- und Investitionsentscheidung
Nur Investitionsentscheidungen haben einen Einfluss auf den Unternehmenswert,
nicht der finanzielle Leverage!*

Der Unternehmenswert kann nicht dadurch gesteigert werden, dass man die Passivseite in zwei unterschiedliche Ströme unterteilt. Bestimmungsgröße des Unternehmenswertes ist ausschließlich die Aktivseite. Dadurch wird die Separierung von Investitionsentscheidung von ihrer Finanzierung möglich. Hierbei stellen die Annahmen der Konkursfreiheit, des Fehlens von Steuern und die Annahme, dass der Manager im Sinne der Prinzipale (Gesellschafter) agiert wesentliche Konstruktionsmerkmale dar, die diese Aussage ermöglichen.

Proposition 2: Die erwarteten Eigenkapitalkosten steigen mit zunehmendem Verschuldungsgrad!

Die Steigerungsrate von r_E hängt von dem Spread zwischen den Gesamtkapitalkosten r_A und den Fremdkapitalkosten r_D ab. Es besteht eine Indifferenz hinsichtlich der höheren Eigenkapitalkosten bei höherem Verschuldungsgrad, da das Risiko durch die Verschuldung steigt.

Abb. 2.17 Kapitalstruktur und Unternehmenswert nach Modigliani und Miller. (Quelle: eigene Aufstellung, vgl. auch Brealey und Myers 1991)

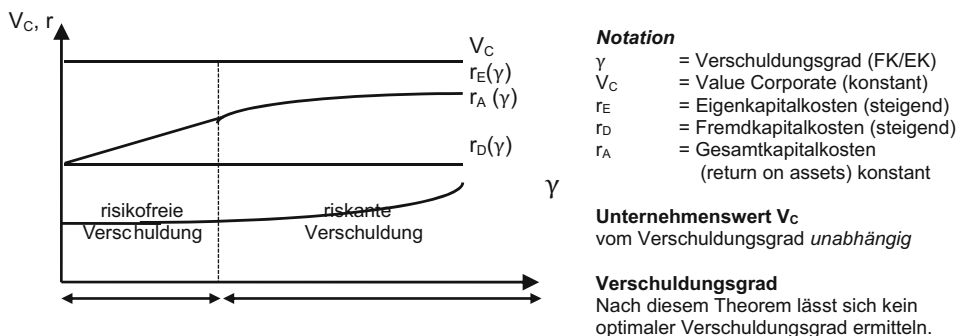


Abb. 2.18 Modigliani/Miller: Das Irrelevanz-Theorem. (Quelle: Darstellung angelehnt an Brealey und Myers 1991, S. 406)

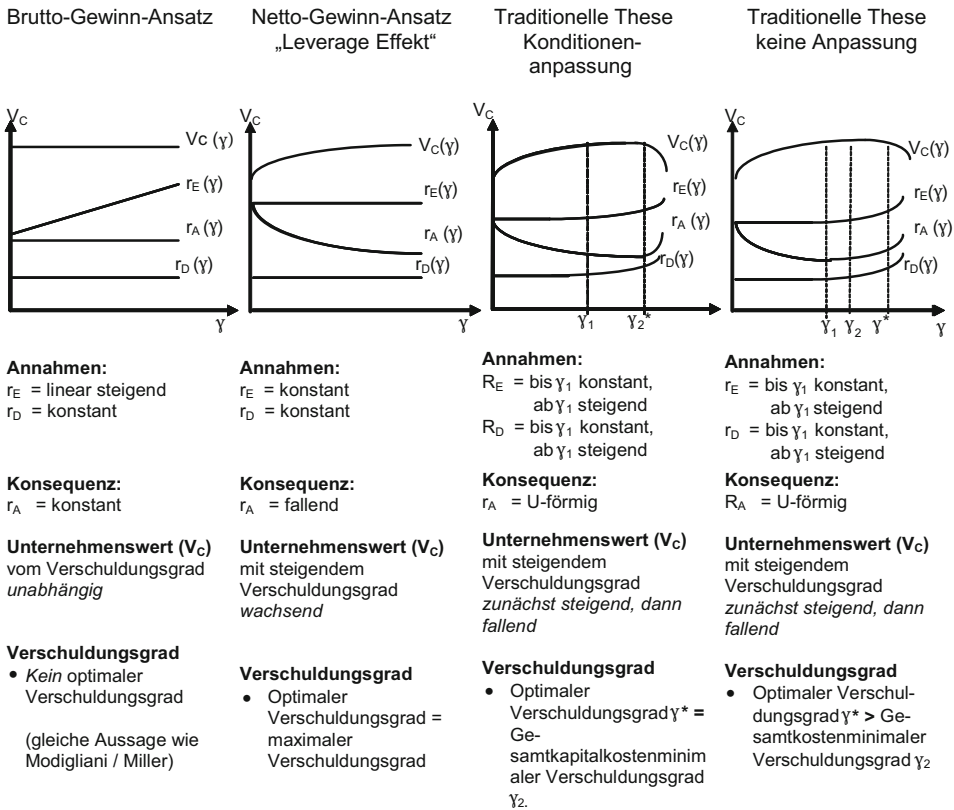


Abb. 2.19 Verschiedene Thesen der Kapitalkostenkurvenverläufe. (Quelle: eigene Darstellung)

Zu dieser Position von Modigliani und Miller gab es im Vorfeld und im Nachgang kontroverse Diskussionen, die in der Abb. 2.19 anhand von anderen Ansätzen dargestellt sind.

Während Modigliani und Miller systematisch keinen Ansatz für die Bestimmung der *optimalen* Kapitalstruktur entwickelt haben, sind bei den anderen Ansätzen bis auf den Brutto-Gewinn-Ansatz entsprechend optimale Verschuldungsgrade anzugeben und damit auch maximale Unternehmenswerte. Die Einführung von Konkurskosten und Steuervorteilen präjudiziert die theoretische Ableitung der optimalen Kapitalstruktur, die genau dann erreicht ist, wenn die eigenkapitalrentabilitätssteigernde Wirkung des Leverage-Effekts gerade durch die infolge des erhöhten Kapitalstrukturrisikos zunehmenden Eigenkapitalkosten kompensiert wird. Dennoch bleibt die Theoriebildung damit noch immer unvollständig, da hier wichtige Determinanten der Kapitalstruktur vernachlässigt werden: Die so genannten *agency costs* (vgl. hierzu Jensen und Meckling 1976, S. 308). Nach dieser Überlegung sinken die *agency costs* (verstanden als *monitoring costs*, d. h. Steuerungs- und Kontrollkosten, als *bonding costs*, d. h. Garantiekosten z. B. bei Investor Relations,

und dem *residual claim*, d. h. die Kosten des Wohlfahrtsverlustes) bei Verschiebungen der Kapitalstruktur zu Lasten des Eigenkapitals, da das Management sich bei Fremdkapitalaufnahme der Kontrolle des Marktes (z. B. der Banken) aussetzen muss, die sich in dem festgesetzten Marktpreis manifestiert (in der Regel dem Zins). Weiterhin wirkt die durch Kapitaldienst entstehende *Free Cash Flow*-Bindung (zur Definition des Free Cash-Flow siehe Abschn. 4.5.1.2.1) disziplinierend auf die Manager (vgl. Jensen 1986a). Es lassen sich dafür anhand von Analysen der Veränderungen von Börsenbewertungen auf Ankündigungen der Kapitalstrukturänderungen Belege finden (vgl. z. B. Huemer 1991, S. 115–125 und die dort angegebene Literatur), die zwei Determinanten für die Marktwertveränderung herauskristallisieren: (1) die implizite Änderung im Cash Flow des Unternehmens und (2) die Änderung im Leverage-Niveau.

Ad (1): Bekanntwerden von Aktienrückkäufen, Dividendenerhöhungen oder Investitionssteigerungen werden vom Markt als Orientierungspunkte für bestehende starke Cash Flow-Positionen des Unternehmens betrachtet und folglich positiv bewertet, da eine ökonomisch sinnvolle Kapitalallokation angenommen wird. Wertpapier-Emissionen, Dividendenkürzungen und Einschränkungen des Investitionsbudgets hingegen sind *bad news* und werden mit Preisabschlägen geahndet (empirische Tests von Smith 1986; Jensen 1988 zusammengefasst in Huemer 1991, S. 115–125). Damit ist aber noch keine Erklärung für die empirisch beobachtbaren, starken Bewertungsdifferenzen zwischen Eigen- und Fremdkapital gefunden.

Ad (2): Stammkapital weist eine wesentlich höhere Sensitivität gegenüber der Entwicklungsaussicht von Unternehmen auf, da die Vorzugsaktien und das Fremdkapital prioritären Anspruch besitzen. So ist, wie bereits gezeigt (vgl. Abb. 1.40) aufgrund der gesenkten *agency costs* und der höheren Bindungsintensität die Strukturverschiebung zugunsten des Fremdkapitals mit Marktwertsteigerungen versehen. Dennoch scheint empirisch einiges gegen die Disziplinierungsthese der Instrumentalisierung des Fremdkapitals zu sprechen: So wurden nach Untersuchungen die Fremdkapitalquoten innerhalb von einem bis drei Jahren auf übliche 65 % zurückgeführt. Der Kapitaldienst überstieg die Rückzahlungsverpflichtung um bis zu 600 % (vgl. Anslinger und Copeland 1996, S. 126).

2.2.3.3 Spezifische Merkmale des Leveraged Buyouts

2.2.3.3.1 Abgrenzung des LBO zur gewöhnlichen Akquisition

Ein LBO unterscheidet sich von gewöhnlichen Akquisitionen in zweierlei Hinsicht: Erstens ist – wie bereits angeführt – ein großer Anteil des Kaufpreises kreditfinanziert. Zweitens werden bei einer börsennotierten Gesellschaft die Aktien einer im LBO übernommenen Firma nicht länger an der Börse gehandelt, allenfalls ein kleiner Teil (*Delisting* oder *Going Private*). Die verbleibenden Aktien werden von einer kleinen Investmentgruppe oder bei einem MBO bzw. MBI vom neuen Management gehalten. LBOs hatten lange Zeit in Deutschland nicht die Bedeutung und das Volumen erlangt wie in den USA oder in Großbritannien. Dies lag nicht nur an der scheinbar unterschiedlichen Risikofreudig-

keit der Investoren, sondern hatte vor allem rechtliche und steuerliche Gründe (vgl. Picot 1998).

2.2.3.3.2 Anforderungen an einen LBO-Kandidaten

Vereinfacht kann das Risiko eines Unternehmens in ein Geschäftsrisiko und ein Finanzierungsrisiko unterschieden werden. Wenn das Geschäftsrisiko hoch ist, werden Handlungsspielräume mit einer konservativen Gestaltung der Finanzierungsstruktur geschaffen. Unternehmen, die hingegen nur ein mäßiges Geschäftsrisiko aufweisen, verfügen eher über die strukturellen Voraussetzungen für die Übernahme eines wesentlich höheren Risikos durch eine veränderte Struktur der Finanzierung im Rahmen eines LBO. Zu den Anforderungen und Finanzierungsquellen von LBOs siehe die beiden folgenden Abb. 2.20 und 2.21.

- Ein hoher Netto Cash Flow,
- Ein entsprechend niedriger dynamischer Verschuldungsgrad (als Verhältnis der Nettverbindlichkeiten zum Netto Cash Flow gibt der dynamische Verschuldungsgrad die Anzahl der Jahre an, die benötigt werden, um bei gleichbleibendem Verhältnis das gesamte Fremdkapital durch Eigenfinanzierung abzubauen),
- Branchenübliche Effektivverschuldung,
- Erfolgsaussichten bei mittelfristigen Restrukturierungsmaßnahmen, d.h. Verkaufsmöglichkeiten von nicht betriebsnotwendigem Aktiva, und
- Geringe Kapitalintensität, da andernfalls nach einem LBO eine in der Regel fremdzufinanzierende technische Neuentwicklung nicht zu leisten wäre.

Abb. 2.20 Ideal-Anforderungen an einen LBO-Kandidaten. (Quelle: eigene Zusammenstellung)

1. **Senior Debts:** Konventionelle Darlehensfinanzierung in Form von vorrangig besicherten Bankdarlehen. *Cash Flow Lending* (Cash Flow Analyse) und *Asset Backed Lending* (Sicherheiten wie Grund- und Pfandrechte zur Beleihung). Der Anteil an der Gesamtfinanzierung ist ca. 50%.
2. **Mezzanine Financing:** Zwischenformen von Eigen- und Fremdkapital, die die Finanzierungslücken von Eigenkapital und den *Senior Debts* decken. Eine Form sind die *Subordinated Debts*, die bis zu 40% der Gesamtfinanzierung ausmachen können. Wesentlich bei dem *Mezzanine Financing* ist, dass keine dingliche Besicherung erfolgt, d.h. die Basis für den Kredit lediglich die prospektiven Cash Flows sein werden.
3. **Subordinated Debts (verbriefte Junk Bonds):** Bei Konkurs werden die dinglich nicht besicherten Kredite nach den *Senior Debts* aber vor dem Eigenkapital bedient. Die entsprechend dem größeren Risiko höheren Zinsen sind neben den zusätzlichen Rechten (Wandlungs- bzw. Optionsrecht auf Eigenkapitalanteile) Anreiz zur Vergabe. Diese Form der *junk bond*-finanzierten Zerschlagung von Unternehmen durch *Raider* ist in den USA stark in die Kritik geraten.
4. **Eigenkapital:** Diese risikoreichste Finanzierungsschicht liegt in der Regel mit nur 10% vor. Sie verspricht dafür nicht selten Renditen von 30 – 60%. Die Grenzen zwischen Eigen- und Fremdkapital verschwimmen aber zusehend, da das *Mezzanine Financing* aufgrund der fehlenden Besicherung Eigenkapitalcharakter aufweist.

Abb. 2.21 Finanzierungsquellen für einen LBO. (Quelle: eigene Darstellung)

2.2.3.3.3 Zwei Fallstudien: RJR Nabisco (1988) und Cognis (2001)

Fall 1: RJR Nabisco

Sicherlich der spektakulärste und daher auch bestdokumentierte LBO war die Übernahme von RJR Nabisco (u. a. Nahrungsmittel und Tabak) durch Kohlberg, Kravis und Roberts (KKR) im Wert von 25 Mrd. Dollar (vgl. Brealey/Myers, S. 843 ff.). Der Vorstandsvorsitzende F. Ross Johnson kündigte am 28. Oktober 1988 zusammen mit seinen Vorstandskollegen an, Nabisco für 75 Dollar pro Aktie, also umgerechnet für 17,6 Mrd. Dollar zu übernehmen. Der Kurs sprang auf 77 Dollar und brachte an einem Tag für die Aktionäre einen Gewinn von 36 % zum Vortageskurs. Dadurch wurden andere Übernahmespezialisten aus New York aufmerksam, die die Transaktion verteuerten. Schließlich wurde die Übernahme von KKR gegen viele Wettbewerber entschieden. KKR ist mit weitem Abstand die größte LBO-Firma der Welt (vgl. zu den verschiedenen Firmen Anslinger und Copeland 1996, S. 129). 1991 besaßen sie Firmen mit einem Gesamtumsatzvolumen von mehr als 60 Mrd. Dollar. Neben der Transaktion mit Nabisco gehörten 1991 in ihr Portfolio Safeway, einer der größten Lebensmittelhändler der USA, Owen-Illinois, Amerikas größter Glashersteller, Duracell, der Batterienproduzent und Jim Walter, ein großer Baustoffkonzern. Bei KKR arbeiten lediglich 60 Mitarbeiter und diese fast vollkommen dezentral. Die *Chief Executive Officers* der KKR-Geschäftsbereiche haben einen signifikanten Eigenkapitalanteil in den von ihnen geführten Bereichen und bekommen so eine eindeutigere Anreizstruktur als vergleichbare Vorstände von Unternehmen. So erhielten Manager von LBO-Firmen 6,40 Dollar pro 100 Dollar erzielter Werterhöhung, während normale Manager nur 20 Cents verbuchen konnten (vgl. hierzu Jensens Analyse in Stewart 1991, S. 602). Es gab zahlreiche Untersuchungen, die eine höhere Rentabilität der LBO-Firmen gegenüber Unternehmensakquisiteuren belegten (vgl. z. B. Anslinger/Copeland, S. 127). Kennzeichnend für KKR ist das Motto „Buy, build and harvest!“, welches sie fremdfinanziert, ohne jegliche Querverbindungen zu anderen Bereichen handhaben – d. h. ohne Berücksichtigung von Synergien – und durch den Einkauf der besten Manager zu realisieren versuchen. Der Gewinn für die ausgekauften Aktionäre von RJR waren dabei rund 8 Mrd. Dollar. Die Gründe für die hohen Angebote, die z. T. noch höher lagen als das von KKR, sind exemplarisch für die Bandbreite der LBOs. Sie sind in der Steuerersparnis zu suchen (mit ca. 1,8 Mrd. Dollar) sowie in dem Verkauf von Aktiva („Equity-Kicker“), die nicht zu dem Kerngeschäft gehören (mit ungefähr einem Volumen von 5 Mrd. Dollar) und in radikalen Kostensenkungen im Verwaltungsbereich (hohe Anzahl von Freisetzungen). Weiterhin werden die zuvor besicherten Kredite nun einem stark erhöhten Risiko ausgesetzt. Im Zuge der Aktienhausse fielen die Kurse der Anleihen von RJR erheblich mit einem Nettoverlust von 575 Mio. Dollar für die Bondholder. Als ein weiterer Grund für den Kaufpreis und die Gewinne der ausgekauften Aktionäre ist die bereits erwähnte Erhöhung der Managementleistung durch die Erbringung des Kapitaldienstes. Im weiteren Verlauf wurde diese LBO-Transaktion Höhepunkt einer in den 1980er Jahren tobenden Welle: Im starken Wettbewerb mit dem Philip Morris Konzern stehend, und durch die hohe Cash Flow-Bindung einer auf 28 Mrd. Dollar angewachsenen Tilgungs- und Zinslast

konnten keine der erforderlichen Investitionen in das operative Geschäft getätigt werden. Mit Lou Gerstner wurde der bisher bei American Express erfolgreiche Manager engagiert, der bereits im ersten Jahr im Wert von 6 Mrd. US-Dollar Desinvestitionen, darunter z. B. den Fruchtkonzern Del Monte, vornahm. KKR zogen sich sukzessive aus dem Engagement heraus; und hielten Ende der 1990er Jahre nur noch rund 17,5 % am Eigenkapital. Dieser Fall scheint symptomatisch für die Entwicklung der LBO-Transaktionen. Während einerseits noch die hohen Renditen von LBO-Firmen durch Transaktionen ohne Synergien als Argument angeführt werden, geht die Diskussion indes weiter: „*Leveraged Build Up*“ als eine ebenfalls hochverschuldete, auf Synergie abgestellte Strategie des Aufbaus eines Unternehmensportfolio.

Fall 2: Cognis

Die Tochter *Cognis* des Düsseldorfer Waschmittelkonzerns *Henkel* stand 2001 aus strategischen Gründen zum Verkauf. Die Eigenkapitalquote lag bei 30 %, der Gewinn vor Steuern und Zinsen bei 221 Mio. Euro, so dass unterm Strich ein Gewinn von 109 Mio. Euro in der Kasse blieb. Der auf den 11. September 2001 terminierte Verkauf an Permira und Goldman Sachs mit einem Kaufpreis von 2,5 Mrd. Euro wurde um einen Tag verschoben durchgeführt. Der Eigenkapitalanteil bei der Finanzierung betrug knapp 20 %, so dass die Eigenkapitalquote auf 4,1 % fiel. Die Kredite lagen bei 1,8 Mrd. Euro, so dass allein die Zinslast den Vorjahresgewinn im Dezember 2001 zu einem Verlust von 25 Mio. Euro umdrehte. Es folgte neben von *Cognis* zu bezahlenden Beratermandaten an die Gesellschafter eine Sonderdividende (*recap*), „das Kokain für die Private Equity-Branche“, wie der Wettbewerber und Carlyle-Mitgründer David Rubinstein formulierte. Im Jahr 2004 wurden dafür zwei Anleihen über fast 600 Mio. Euro begeben, die das Kreditvolumen auf über 2 Mrd. Euro ansteigen ließ und von denen 300 Mio. Euro als Sonderdividende ausgezahlt werden konnte. Im Januar 2005 war es erneut Goldman Sachs, die ein Schuldenpapier in Höhe von 530 Mio. Euro bei Hedge Fonds platzierte. Zu diesem Zeitpunkt wurden aus den investierten 450 Mio. Euro bereits 850 Mio. Euro an die Investoren ausgeschüttet – wobei *Cognis* noch immer in ihrem Besitz war. Das operative Geschäft lief und deckte den Kapitaldienst, dennoch war ein neuer Rekordverlust von 136 Mio. Euro zu verbuchen. Das Unternehmen sollte nun in 2006 verkauft werden, doch es war ein „Ladenhüter“, wie die FAZ schrieb. Am Ende des ersten Quartals 2007 wies das Unternehmen ein negatives Eigenkapital und Nettofinanzschulden von 1,5 Mrd. Euro aus. Analysten rechnen anders und kommen auf ca. 2,25 Mrd. Euro Schulden. Trotz der Konjunktur schaffte *Cognis* im ersten Quartal nur acht Millionen Euro Gewinn. 2015 ist eine sich aufzinsende, nicht öffentliche Anleihe über derzeit 362 Mio. Euro zu bedienen. 2013 werden im Mai ausgegebene Anleihen und Darlehen von 1,65 Mrd. Euro fällig. Der Umsatz der *Cognis* im Jahr 2006: 3,4 Mrd. Euro (vgl. zu dem Fall Balzli et al. 2006, S. 74 f.).

2.2.3.3.4 Anreizwirkungen und Post Merger-Performance

Während bisher kaum Vergleiche in der *Post Merger-Performance* zwischen einer aktien- und einer barfinanzierten Übernahme angestellt wurden, lassen sich auf Basis zweier

Studien in Bezug auf fremdkapitalfinanzierte Übernahmen ganz spezifische Unterschiede zeigen (vgl. hierzu die Analysen in Anslinger und Copeland 1996, S. 127 f., sowie darauf beziehend Aiello und Watkins 2000): So sind die LBOs im Hinblick auf den Börsenwert nach zahlreichen Analysen im Post Merger-Management erfolgreicher als eigenkapital- oder barfinanzierte Transaktionen. Nach einer Analyse von Patricia L. Anslinger und Thomas E. Copeland erwirtschafteten 80 % der untersuchten LBOs einen die Kapitalkosten übersteigenden Ertrag. Die Rendite war damit rund 17 %punkte höher als bei normalen Unternehmensakquisitionen, was in deutlichem Gegensatz zu den sonstigen Erfolgsanalysen im Bereich der Unternehmenszusammenschlüsse steht.

Auch bei der Vergütung zeigen sich erhebliche Diskrepanzen: So erhielten Manager von LBO-Firmen einer weiteren Studie zufolge durchschnittlich 6,40 US-Dollar pro 100 US-Dollar erzielter Wertsteigerung, während normale Manager in den 1980er Jahren gerade einmal 20 Cents verbuchen konnten (siehe hierzu die alten Studien Stewart 1991, S. 602). Die theoretischen Gründe für diese positive Entwicklung von LBOs ist in den unterschiedlichen Anreizstrukturen zu vermuten: So wird auch hier agenturtheoretisch die Disziplinierungsthese durch den Kapitaldienst für das Fremdkapital herangezogen. Bei den Motiven für Zusammenschlüsse geht Michael Jensen auf die sog. „Free Cash Flow-Hypothese“ ausführlicher ein, die diesen Disziplinierungsdruck, insbesondere in reifen Industrien, noch einmal pointiert (vgl. Jensen 1986a). In der Tat führten nach den Untersuchungen hochverschuldete LBO-Firmen die Fremdkapitalquoten innerhalb von einem bis drei Jahren auf übliche 65 % zurück. Der geleistete Kapitaldienst überstieg die Rückzahlungsverpflichtung um bis zu 600 %. Das Management baut seine eigene Anreizstruktur im Nachgang der Akquisition wieder ab und agiert paradoxerweise damit anreizkompatibel zu den Investoreninteressen, indem es die Anreizstruktur durch die Übererfüllung verwässert.

2.2.4 Hostile Takeover – „feindliche Übernahmen“

Feindliche Übernahmen, also Übernahmen, die durch das bestehende Management des Zielunternehmens nicht gebilligt werden, sind ein sich seit den 1970er Jahren im angelsächsischen Raum parallel zum gesamten M&A-Markt entwickelndes Phänomen. In Deutschland war die „feindliche Übernahme“ bis zum Beginn der 1990er Jahren ein nahezu unbekanntes Phänomen.

2.2.4.1 Feindliche Übernahmeversuche mit deutscher Beteiligung und weltweit

Vergleichsweise kurz ist die Liste der erfolgreichen wie gescheiterten Versuche der feindlichen Übernahme von und durch deutsche Unternehmen (vgl. Abb. 2.22).

„Die nächste Übernahmewelle wird aggressiver, es wird emotionaler und vor allem feindlicher“, so lautete die Prognose von Dietrich Becker vom *Perella Weinberg Partners* zu Beginn des Jahres 2007 (vgl. Seidlitz 2007, S. 12). Treiber seien neben den Hedge

Zeitraum	Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Ergebnis
1988	Flick	Feldmühle Nobel	erfolglos
1990 – 1991	Pirelli	Continental	Widerstand des Großaktionärs Deutsch Bank
1991	Krupp	Hoesch	erfolgreich durch heimlichen Aufkauf der Aktien, dann freundlich
1996 – 1997	Post	Postbank	abgewehrt
1997	Krupp	Thyssen	erst abgewehrt, dann erfolgreich
1999	Olivetti, Deutsche Telekom	Telecom Italia	Bietersieger war Olivetti
1999	Vodafone Airtouch	Mannesmann	feindlicher Start, freundliches Ende
2000	WCM	Klöckner-Werke	nur Mehrheitsanteil mit Votum der Gremien
2001 – 2003	Bosch	Buderus	feindlich begonnen, Aufkauf von Aktien in 2003, freundlich geendet
2001	INA	FAG Kugelfischer	feindlicher Start, freundliches Ende
2002	Barilla	Kamps	feindlicher Start, freundliches Ende
2003	Eurocin	Winter	BAFin legte Veto ein
2004	Continental	Phoenix	feindlicher Start, freundliches Ende
2004	Sanofi	Aventis	feindlicher Start, freundliches Ende
2005	OEP	Südchemie	feindlicher Start, Ablehnung der Gremien, dann Mehrheitsübernahme
2006	Merck KGaA	Schering	feindlicher Start, Bayer als „Weißer Ritter“
2006	Macquarie	Techem	feindlicher Start, BC Partner als „Weißer Ritter“, freundliches Ende
2006	Bureau Veritas	Germanischer Lloyd	TÜV Süd und Herz-Familie als „Weiße Ritter“
2006	Audley Capital	Balda	abgebrochen
2006	BASF	Engelhard	feindlicher Start, freundliches Ende
2006	MAN	Scania	feindlicher Start, Gremienveto
2007	Eon	Endessa	gescheiterte Übernahme, nach Einstieg von Acciona und Enel in den Bieterwettstreit
2005-2009	Porsche	Volkswagen	Zunächst Kauf von Aktienoptionen von VW durch Porsche, durch Schuldenlast umgekehrte Übernahme von Porsche durch VW
2008-2009	Schaeffler	Continental	Feindlich gestartet, friedliche Einigung, Finanzierungsprobleme im Zuge der Finanzmarktkrise
2010	ACS	Hochtief	Abwehr mit Giftpillen, Erhöhung der Beteiligung auf über 30% mit dem Ziel in Zukunft weitere Aktien ohne Pflichtangebot erwerben zu können
2011	Daimler/Rolls Royce	Tognum	Tognum hat Nicht- Verkaufsempfehlung nach Übernahmeangebot von Daimler und Rolls Royce gegeben, nach Erhöhung gelingt Übernahme
2011	Terex	Demag Cranes	Feindlicher Start, freundliches Ende

Abb. 2.22 Feindliche Übernahmeversuche mit deutscher Beteiligung. (Quelle: eigene Recherche)

Fonds und Private Equity-Gesellschaften vor allem die kapitalstarken Schwellenländer Russland, Indien und China. Während die indischen Mischkonzerne *Mittal* und *Tata* im großen Stil einzukaufen versuchen, sind auch die Finanzinvestoren nunmehr an deutschen DAX-Unternehmen interessiert – eine Vorstellung, die noch vor wenigen Jahren unvorstellbar gewesen wäre. Nach dem Übernahmeangebot von *Continental* durch *Bain Capital* zog Vorsicht in die Vorstandsetagen der *Deutschen Telekom* und *Post*, der *Commerzbank* oder bei *Linde*, *MAN* und *TUI* ein, wie eine interne Studie der DZ-Bank aus dem Jahr 2006 identifiziert haben will. Gerüchte gab es immer wieder. Selten sind sie auch so eingetreten. Dennoch steigt – wie im Kap. 1 – gezeigt das Interesse an der gerade erst entflochtenen „*Deutschland AG*“ wieder auf.

Während sich in der fünften Welle die feindliche Übernahmetechnik auf das Jahr 1999 beschränken lässt, zeigte sich in der sechsten Welle weltweit eine gewisse ansteigende Kontinuität. Aber in Folge der Finanzmarktkrise sank die Zahl der feindlichen Übernahmen signifikant und sprang erst 2014 wieder an (vgl. Abb. 2.23).

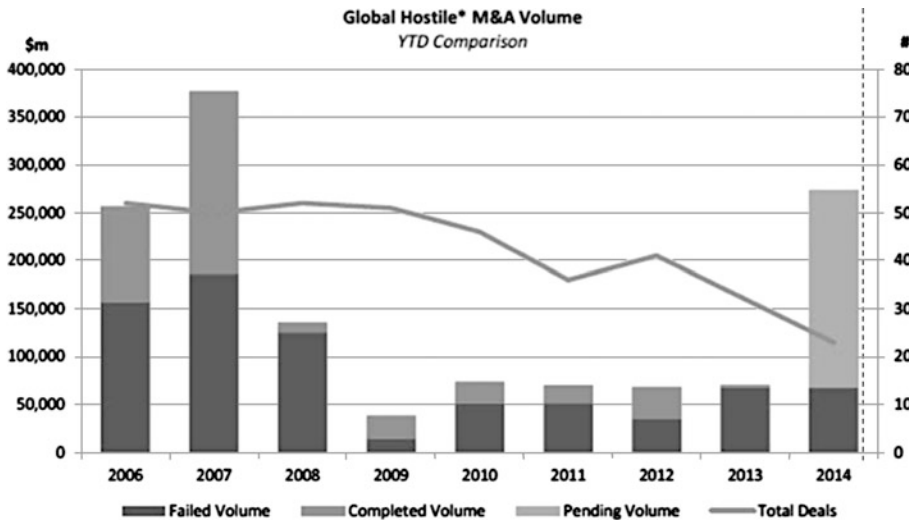


Abb. 2.23 Anzahl und Volumen feindlicher Übernahmen weltweit 2006–2015. (Quelle: Dealogic 2014)

2.2.4.2 Institutionenökonomische Betrachtung des Phänomens sowie des Erfolges feindlicher Übernahmen

Zunächst ist die Unterscheidung zwischen *feindlichen* und *freundlichen* Übernahmen eine, die ausschließlich auf der Ebene des Top-Managements vorliegt. Feindliche Übernahmen sind Übernahmeangebote, die ohne Zustimmung des Managements des Zielunternehmens erfolgen. Hierbei ist noch keine Wertung vorgenommen ist, ob der Zusammenschluss ökonomisch sinnvoll ist oder nicht, ob die Mitarbeiter und Kunden davon profitieren oder nicht. Allerdings werden in der Öffentlichkeit bis heute feindliche Übernahmen – was bei der Bezeichnung auch intuitiv erscheinen mag – weitgehend negativ aufgefasst, wie auch die öffentlichen wie politischen Reaktionen bei dem *Vodafone-Mannesmann-Deal* belegten. In vielen Fällen – dies trifft allerdings tatsächlich nicht für das Management der Mannesmann AG zu – ist gerade eine schlechte Unternehmensführung ein Hauptmotiv für die Unterbewertung von Unternehmen, die bei einer feindlichen Übernahme und dem resultierenden Austausch des Managements eine Wertsteigerung erzielen können. Feindliche Übernahmen werden in der Literatur dennoch in der Regel unter dem Aspekt der Abwehr betrachtet (vgl. dazu Bästlein 1997). Es ist weiterhin umstritten, welche Legitimationszusammenhänge für oder gegen feindliche Übernahmen herangezogen werden. Werden auf der einen Seite Argumente der „angelsächsischen Irrwege des Kapitalismus“ bemüht, die reine Unternehmensinteressen betonen, so ist auf der anderen Seite die Eigentümerlogik bestechend, nach der das Management des Zielunternehmens entsprechend des Shareholder Value-Prinzips kein Angebot ablehnen darf, das die Aktionäre an einer Verkaufsmöglichkeit zu einem Kurs oberhalb des aktuellen Aktienkurses hindert. Damit wären alle Abwehrmaßnahmen auch unter dem Aspekt der Wertvernichtung zu begutachten. Investmentbanken wie Goldman Sachs betonen daher die Berechtigung von feindlichen Übernahmen; allerdings nicht ohne auf die inhärenten Problembereiche hinzuweisen, die einerseits durch die Informations- und Preisgestaltungsprobleme und bei operativen Käufern (also nicht finanziell motivierten) andererseits durch die Integrationsaufgaben bedingt sind (Herden und Karbe 1998; Jansen 2004a).

Die angelsächsische Literatur führt die Diskussion emotionsloser und zieht insbesondere institutionenökonomische und hier vorrangig agenturtheoretische Argumente heran als nationalstaatliche Ängste. Mark L. Mitchell und Kenneth Lehn wiesen in einer Analyse zur Fragestellung „ob schlechte Bieter zu guten Zielen werden“ empirisch nach (vgl. Mitchell und Lehn 1990), dass die durch die „Kapitalmarktkultur“ ermöglichte Option feindlicher Übernahmen eine Selbstdisziplinierung von potentiellen Zielmanagements darstellt und damit die Agentur-, bzw. konkreter die Monitoring-Kosten senkt (die so genannten Agen-

turkosten setzen sich aus den *monitoring costs*, den *bonding costs* und dem *residual claim* zusammen, siehe hierzu Jensen und Meckling 1976, S. 308).

Ähnliche Begründungen der Effizienz dieser Form der Externalisierung von Kontrolle bei einem Versagen der internen Kontrolle lassen sich bei *Andrei Shleifer* und *Robert W. Vishny* finden, die mit der Möglichkeit einer feindlichen Übernahme auf die Synchronisierbarkeit von Management- und Aktionärsinteressen im Hinblick auf wertsteigernde Entscheidungen abzielen (vgl. zur Effizienzhypothese von feindlichen Übernahmen Morck et al. 1988). Positiv reformuliert bedeuten feindliche Übernahmeversuche lediglich einen Wettbewerb um Management-Positionen in Unternehmen, ein Wettbewerb – in der kapitalmarkttheoretischen *Corporate Governance*-Diskussion als „*proxy contest*“ bezeichnet –, der in vielen Ländern nahezu unbekannt ist (vgl. stellvertretend z. B. Dodd und Warner 1983; Jensen und Meckling 1976; sowie die Langzeit-Analyse der Kurseffekte nach *proxy contests* bei Ikenberry und Lakonishok 1993). Intuitiv mag der Gedanke einleuchten, dass feindliche Übernahmen mit der externalisierten Kontrolle zu einer volkswirtschaftlichen Effizienz beitragen. So belegte beispielsweise die Untersuchung eines Samples von 97 untersuchten Fällen in der Zeit von 60 Monaten vor der Ankündigung der feindlichen Übernahme empirisch eine negative Aktienkursentwicklung von –34 % (vgl. Ikenberry und Lakonishok 1993, S. 432). Nach der Ankündigung steigen die Kurse der Analyse von *Michael C. Jensen* und *Richard S. Ruback* zufolge um 8 % (vgl. Jensen und Ruback 1983, S. 7).

Dennoch – und das ist die wichtigste und gleichzeitig vernachlässigte Erkenntnis – gilt es hier zwischen Ankündigung und dem tatsächlichen Durchführen einer feindlichen Übernahme bzw. eines „*proxy contests*“ zu unterscheiden. Während die Ankündigungsmöglichkeit in der Tat für eine kontrollkostenorientierte Kapitalmarktkultur spricht, zeigt sich auf der anderen Seite, dass es nicht der faktischen Durchführung bedarf. Der Grund liegt in der Post Merger-Phase. Aufgrund der geringen Grundgesamtheit in Deutschland lassen sich bisher nur amerikanische Studien für Langzeitanalysen der Auswirkungen von erfolgreich vorgetragenen Übernahmeversuchen heranziehen: Hier war in einer Untersuchung der Aktienkursreaktion innerhalb von 24 Monaten nach der Ankündigung eines dann auch erfolgreichen *proxy contests* ein Rückgang von kumulativ 40,1 % zu verzeichnen – für den Fall eines nicht erfolgreichen Vortrages wurde hingegen keine kumulative Veränderung beobachtet (vgl. Ikenberry und Lakonishok 1993, S. 424 ff.). Interessant ist weiterhin, dass sich bei der großen Überzahl von feindlichen Übernahmeversuchen letztlich doch eine freundliche Übernahme herausstellt, wie auch die wenigen deutschen Beispiele von Krupp AG und Thyssen AG, Vodafone und Mannesmann AG sowie INA Holding Schaeffler KG und FAG Kugelfischer AG belegen.

Zusammenfassend lässt sich auch bei dieser Unterscheidung zwischen freundlichen und feindlichen Übernahmen der Anfangsverdacht einer beobachterabhängigen Rhetorik bestätigen, da die Unterscheidung eben nur auf die Veräußerungsbereitschaft des Zielmanagements abstellt und nicht etwa auf Shareholder- oder Stakeholder-Interessen. Diese Kommunikationsstrategien sind allerdings für Werbeagenturen und Zielvorstände durchaus lukrativ, wobei hier übereilte Vorwürfe der unmoralischen Bereicherung nicht immer berechtigt sind. Während die neoklassisch-ökonomische Theorie grundsätzlich von vollständiger Information ausgeht, wird in diesen Situationen deutlich, welchen Wert zusätzliche Informationen beispielsweise über stille Reserven haben können. Bei feindlichen Übernahmeankündigungen sind verteidigende Vorstände die Parasiten der größtenteils unternehmerisch bewusst selbstproduzierten Informationsineffizienz von Märkten, von deren Ausbeutung im Zuge der Ankündigung alle Aktionäre der Zielgesellschaft profitieren. Das werden selbst Mannesmann-Aktionäre akzeptieren, die eine Prämie von ungefähr 80 % erhielten – gemessen zum Zeitpunkt vor der Ankündigung. Für die weitere Arbeit wird hier – soweit nicht anders adressiert – immer von einer freundlichen Vortragsweise ausgegangen, da für die feindlichen zumindest in Deutschland keine Grundgesamtheit mit validen Primärdaten vorliegt. Auch die bestehende Literatur ist zu den Auswirkungen noch kaum entwickelt. bzw. fokussiert lediglich ökonomische und eben nicht organisationale Aspekte (vgl. zu den ökonomischen Auswirkungen die Arbeit von Bästlein 1997).

2.2.4.3 Abwehrstrategien von „feindlichen Übernahmen“

Es wurden in dem Zeitraum der Übernahmewelle während der 1980er Jahre in den USA vor allem durch die Opfer von feindlichen Übernahmen Abwehrtechniken entwickelt (Abb. 2.24).

Wenn in den USA ein börsennotiertes Unternehmen übernommen werden soll, muss ein entsprechendes öffentliches Angebot, ein so genannter *tender offer*, vorliegen. Es herrschen *tender offer*-Regeln vor, nach denen bereits beim Kauf von 5 % der Aktien eine Meldung an die US-Wertpapierbehörde erfolgen muss. Es bestehen weit reichende Informationspflichten z. B. über die Finanzierungsquellen (Kreditverträge). Das Angebot muss mindestens 20 Tage gültig sein. Innerhalb dieser Frist dürfen keine Aktien über die Börse oder private Verhandlungen erworben werden. Es besteht für diese Zeit ein Kontrahierungszwang und Aufpreisverbot. Bei freundlichen Übernahmen wird das bestehende Management den Verkauf von Aktien empfehlen.

All diese Maßnahmen unterliegen dem Wettbewerbs- und Gesellschaftsrecht sowie den nationalen Übernahme- und Wertpapierhandelsgesetzgebungen sowie der Aufsicht der jeweils zuständigen Wettbewerbsbehörden. Im folgenden Abschnitt wird der Versuch einer sehr knappen Skizze unternommen, das regulatorische Umfeld des Marktes für Unternehmenskontrolle aufzuzeigen.

PRÄVENTIVE MASSNAHMEN

- (1) **Pac-Man-Abwehr:** Die nach dem Videospiel benannte Strategie zielt auf ein entgegen gerichtetes Übernahmeangebot durch das Objekt ab. Das attackierte Unternehmen richtet an die freien Aktionäre des feindlichen Übernehmers ein Gegenangebot. Hierbei ist allerdings entweder Streubesitz bzw. die Möglichkeit des Erwerbs von Aktienpaketen Voraussetzung. Bei der Einbringung des Kapitals beispielsweise in eine Stiftung scheidet diese Strategie aus, wie in dem Fall Krupp/Thyssen.
→ § 328 AktG: Zulässig nur, wenn Anteil des Angreifers an der Zielgesellschaft nicht über 35% liegt.
- (2) **Poison Pill und Poison Put:** Viele Unternehmungen haben in ihren Satzungen Abwehrmaßnahmen vorgesehen. Dies erfolgt z.B. durch preiswerte Bezugsrechte für Altaktionäre oder durch Wandelschuldverschreibungen, die im Ereignisfall gegen Aktien oder Geld zu tauschen sind (*Poison Debt*). Dies wird durch Überschreiten eines bestimmten Anteils des Gesamtkapitals ausgelöst (10%). Die Aktienvermehrung durch die Ausübung des genehmigten Kapitals führt zu einer entsprechenden Verteuerung der Übernahme. Dies kann nach der Börsensachverständigenkommission allerdings nur erfolgen, wenn die Kapitalerhöhung ohnehin aus geschäftlichen Gründen geplant war. Der "Poison Put" ist eine Sofortfälligkeitstellung von Kreditrückzahlungen bei Eigentümerwechsel.
→ Grundsätzlich in Deutschland möglich, wenn der Gleichbehandlungsgrundsatz eingehalten ist. Gem. § 33 Abs. 1 und 2 WpÜG bedarf es eines Vorratsbeschlusses oder eines Hauptversammlungsbeschlusses.
- (3) **Staggered Board:** Das bisherige Management kann von der neuen, bereits vom Käufer beherrschten Gesellschafterversammlung nur gestaffelt und mit einer qualifizierten Mehrheit abgesetzt werden.
- (4) **Golden Parachutes:** Absicherung des Managementpositionen durch extrem hohe Abfindungen bei einer Absetzung.
→ Instrument nur begrenzt einsetzbar, da die Vergütung des Vorstandsmitgliedes gemäß § 87 Abs 1 S. 1 AktG zu den Aufgaben und zur Lage der Gesellschaft in einem angemessenen Verhältnis zur Leistung stehen dahinter stehenden (analog für Aufsichtsräte § 113 Abs. 1 S. 3 AktG).
- (5) **Greenmailing:** Greenmailing – als zusammengesetztes Wort aus *blackmailing* (Erpressung) und *Greenback* (Dollar-Noten) – ist eigentlich keine Abwehrtechnik im engeren Sinne, da es sich beim Greenmailing als Abwehrstrategie um die Regelung des Rückkaufs von bereits erworbenen Aktien von dem feindlichen Übernehmer zu einem erhöhten Preis durch das Zielunternehmen handelt. In der Regel wird das mit einer preisstiegender Drohung der Übernahme verbunden.
→ Der Rückkauf von eigenen Aktien ist in Deutschland aufgrund des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) seit 1. Mai 1998 prinzipiell möglich. Das Greenmailing dürfte in Deutschland nur bedingt zur Abwehr eingesetzt werden können, da nach § 71 Abs. 2 WpÜG nur bis zu 10 Prozent des Grundkapitals erworben werden dürfen, zudem ist ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich (§ 33 Abs. 2 WpÜG).

AD HOC MASSNAHMEN

- (6) **White Knight:** Hier kann der Vorstand des zu übernehmenden Unternehmens einen ihm angenehmeren Käufer suchen, einen weißen Ritter. Das kann ein befreundetes Unternehmen sein oder die Hausbank, die sich ebenfalls an der Börse um den Aktienkauf bemüht und so für einen starken Anstieg der Kurse sorgt. Im günstigsten Fall verteuert sich dadurch die feindliche Übernahme derart, dass die potentiellen Synergien diese Kosten nicht mehr einbringen.
→ § 33 Abs. 1 WpÜG lässt die aktive Suche zu – ohne vorherige Ermächtigung des Hauptversammlung der Zielgesellschaft.
- (7) **Crown-Jewels-Abwehr:** Die Übernahme von Unternehmen lohnt sich in vielen Fällen insbesondere aufgrund der vorliegenden stillen Reserven. Bei einem Verkauf – empfehlenswerter Weise an ein befreundetes Unternehmen mit Rückkaufoption – der für den Angreifer interessanten Bereiche an Mitbewerber durch den Übernahme-Kandidat kann das Interesse stark reduziert werden.
→ Die Mitwirkungspflicht der Hauptversammlung ist nun in § 33 Abs. 1 und 2 WpÜG normiert (früher Holz Müller-Entscheidung).

Abb. 2.24 Illustrative Abwehrstrategien von feindlichen Übernahmen (Anwendbarkeit in Abhängigkeit der nationalen Gesetzgebung, deutsche Anwendbarkeit durch Pfeil gekennzeichnet). (Quelle: eigene Darstellung)

2.3 Regulatorisches Umfeld im „Market for Corporate Control“

Ziele aller Regulierungen, die den Bereich der Unternehmenszusammen-schlüsse bzw. der Beteiligungen betreffen, sind in erster Linie Anlegerschutz, Fairness, Schnelligkeit sowie Rechtssicherheit.

2.3.1 Wettbewerbsrecht

Freundliche wie feindliche Übernahmen unterliegen der Aufsicht der zuständigen Wettbewerbsbehörden. Innerhalb der Europäischen Union stellt sich dabei die Frage, ob die *EU-Fusionskontrollverordnung (KKVO)* oder die nationale Fusionskontrolle, in Deutschland das *Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB)* als die Zentralnorm des deutschen Kartell- und Wettbewerbsrechtes, Anwendung findet. Ausschlaggebend ist das so genannte Auswirkungsprinzip (§ 130 Abs. 2 GWB). Bei Unternehmensübernahmen, die nicht-europäische Märkte betreffen, sind, je nach Auswirkung, weitere Kartellbehörden eingebunden.

2.3.1.1 Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB)

§ 1 GWB beschreibt die Grundfunktion der deutschen Fusionskontrolle: „Vereinbarungen zwischen Unternehmen, Beschlüsse von Unternehmensvereinigungen und aufeinander abgestimmte Verhaltensweisen, die eine Verhinderung, Einschränkung oder Verfälschung des Wettbewerbs bezwecken oder bewirken, sind verboten.“ Damit sind alle Bereiche des Mergers & Acquisitions betroffen, von der Fusion bis zum Gemeinschaftsunternehmen, soweit mit ihrer Gründung eine Koordinierung des Wettbewerbsverhaltens der Muttergesellschaften verbunden ist (so genannter „Gruppeneffekt“).

Das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen wird durch europäisches Wettbewerbsrecht beeinflusst und überlagert. Das europäische Kontrollregime findet vor allem (1) für Wettbewerbsbeschränkungen das europäische – und nicht das deutsche – Kartellverbot aus Art. 81 des *EG-Vertrages* gilt, und (2) für Unternehmenszusammenschlüsse, sofern sie die entsprechenden Umsatzschwellen erreichen, seine Anwendung.

Andernfalls gilt das GWB. Der Ursprung liegt im Jahr 1948, in dem drei konkurrierende Gutachten für ein Kartellgesetz in Auftrag gegeben wurden.

Im Jahr 1951 gab es den ersten Referentenentwurf und mit mehreren Regierungsentwürfen und Gutachten wurde nachdem es im Jahr 1956 nach Auseinandersetzungen um die Fassung die Zusammenschlusskontrolle gestrichen wurde das GWB am 3. Juli 1957 im Bundestag verabschiedet. Am 1. Januar 1958 trat es in Kraft, wobei unmittelbar die erste Novelle notwendig wurde. 1973 trat die 2. Novelle in Kraft, in der die Maßstäbe für das Anzeigen von Unternehmenszusammenschlüssen präzisiert wurden.

1976 erfolgte die 3. Novelle mit der Einführung besonderer Regeln für Fusionen von Presseunternehmen. 1980 trat die 4. Novelle in Kraft, in der die Bestimmungen für Unternehmenszusammenschlüsse verschärft wurden. Im Jahr 1999 wurde die 6. Novelle

verabschiedet, in der vor allem in § 37 Abs. 1 Nr. 2 GWB die Harmonisierung mit dem europäischen Wettbewerbsrecht erreicht und z. B. das Kartellverbot sowie der Missbrauch der marktbeherrschenden Stellung als Verbotstatbestand aufgenommen wurde. Aus Anlass der Modernisierung des so genannten sekundären europäischen Wettbewerbsrechts im Zusammenhang mit der Osterweiterung der Europäischen Gemeinschaft mit Wirkung zum 1. Mai 2004 wurde auch das GWB einer umfassenden Revision unterzogen, die insbesondere die Bestimmungen über Wettbewerbsbeschränkungen, namentlich das Kartellverbot, grundlegend umgestalten und den europarechtlichen Bestimmungen angleichen wird. Im Jahr 2005 ist nun die 7. Novelle in Kraft getreten. Die Fragen des Pressekartellrechts wurden jedoch ausgeklammert. Die 8. Novelle wurde am 26. Juni 2013 verabschiedet (<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/gwb>).

Ausgeführt und überwacht wird das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (mit Ausnahme des Vergaberechts) vor allem durch das Bundeskartellamt bzw. – soweit das GWB dies zulässt – durch die Landeskartellbehörden in solchen Fällen, deren Bedeutung nicht über das Gebiet eines Bundeslandes hinausreicht.

Im GWB sind folgende Zusammenschlusstatbestände zu unterscheiden:

- Vermögenserwerb (§ 37 Abs. 1 Nr. 1 GWB);
- Kontrollerwerb (§ 37 Abs. 1 Nr. 2 GWB);
- Kapitalanteils- oder Stimmrechtserwerb (§ 37 Abs. 1 Nr. 3 GWB);
- Erwerb eines wettbewerbsrechtlichen erheblichen Einflusses (§ 37 Abs. 1 Nr. 4 GWB).

Nicht zu verwechseln ist das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen mit dem *Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG)*. Anders als das GWB fokussiert das UWG vor allem die Sittlichkeit, Lauterkeit und Fairness des Wettbewerbs.

Aufgabe der nationalen wie europäischen Fusionskontrolle ist es, strukturelle und dauerhafte Veränderungen der Wettbewerbssituation in den betroffenen Märkten zu überwachen und ggf. regulierend einzugreifen. Wesentliche materielle Beurteilungen werden hinsichtlich der Marktabgrenzung, der Marktbeherrschung, der Begründung oder Verstärkung von Marktbeherrschung sowie Nebenabreden vorgenommen. Verfahrensbezogene Regelungen sind hinsichtlich der Anmeldung, dem Verzugsverbot, dem Verfahrensablauf, der Zusagen, Auflagen und Bedingungen, der Rücknahme der Anmeldung, der Rechtsmittel und Rechte Dritter, der Entflechtung vollzogener Zusammenschlüsse, sowie dem Verhältnis zu Art. 81 und Art. 82 EG-Vertrag zur nationalen Fusionskontrolle aufgenommen (vgl. hierzu ausführlich Bergmann 2005).

Eine Spezialität ist die so genannte *Ministererlaubnis*. Nach § 42 GWB kann auch bei einer Untersagung eines Zusammenschlussvorhabens seitens des Bundeskartellamtes aufgrund von einer Begründung und marktbeherrschenden Stellung vom Bundeswirtschaftsminister im Zuge eines weiten Beurteilungsspielraums erlaubt werden.

2.3.1.2 Europäische Fusionskontrollverordnung (FKVO)

Auf EU-Ebene ist die Zusammenschlusskontrolle seit dem 20. Januar 2004 durch die so genannte *Fusionskontrollverordnung (FKVO)* (Verordnung Nr. 139/2004 EWG) geregelt (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?qid=1399118918530&uri=CELEX:32004R0139>). Aufgabe wie materielle Beurteilungen und verfahrensbezogene Regelungen sind hier analog der deutschen Fusionskontrolle reguliert.

Der Zusammenschluss darf nicht vollzogen werden, solange von der Kommission keine Freigabe erteilt wurde (vgl. zu den Umsatzschwellen Abb. 2.25). Die Freigabe wird nach europäischem Recht nicht erteilt, wenn durch den Zusammenschluss der wirksame Wettbewerb im gemeinsamen Markt verhindert wird, insbesondere wenn eine Begründung und eine Verstärkung einer marktbeherrschenden Stellung vorliegt. Für einen Zusammenschluss, der EU-Fusionskontrolle unterliegend, findet eine mitgliedstaatliche Fusionskontrolle grundsätzlich nicht mehr statt. Nach Art. 9 FKVO besteht ein Mitteilungsrecht der Mitgliedstaaten, die Kommission zu unterrichten, wenn in diesem Land die Entstehung oder Verstärkung einer beherrschenden Stellung durch einen Zusammenschluss droht (so genannte „deutsche Klausel“). Die Kommission entscheidet daraufhin, ob der Fall auf nationaler oder EU-Ebene behandelt wird.

Der Zusammenschlusskontrolle durch die Kommission der Europäischen Gemeinschaften (Generaldirektion Wettbewerb) unterliegen Zusammenschlüsse nach Art. 1 Abs. 2 FKVO bei gemeinschaftsweiter Bedeutung, „wenn folgende Umsätze erzielt werden:

- a) ein weltweiter Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen zusammen von mehr als 5 Mrd. EUR und
- b) ein gemeinschaftsweiter Gesamtumsatz von mindestens zwei beteiligten Unternehmen von jeweils mehr als 250 Mio. EUR;

dies gilt nicht, wenn die beteiligten Unternehmen jeweils mehr als zwei Drittel ihres gemeinschaftsweiten Gesamtumsatzes in ein und demselben Mitgliedstaat erzielen.

Ein Zusammenschluss, der die in Absatz 2 vorgesehenen Schwellen nicht erreicht, hat gemeinschaftsweite Bedeutung, wenn

- a) der weltweite Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen zusammen mehr als 2,5 Mrd. EUR beträgt,
- b) der Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen in mindestens drei Mitgliedstaaten jeweils 100 Mio. EUR übersteigt,
- c) in jedem von mindestens drei von Buchstabe b) erfassten Mitgliedstaaten der Gesamtumsatz von mindestens zwei beteiligten Unternehmen jeweils mehr als 25 Mio. EUR beträgt und
- d) der gemeinschaftsweite Gesamtumsatz von mindestens zwei beteiligten Unternehmen jeweils 100 Mio. EUR übersteigt;

dies gilt nicht, wenn die beteiligten Unternehmen jeweils mehr als zwei Drittel ihres gemeinschaftsweiten Gesamtumsatzes in ein und demselben Mitgliedstaat erzielen.“

Abb. 2.25 Europäische Fusionskontrollverordnung – Umsatzschwellen. (Quelle: eigene Zusammenstellung)

2.3.2 Gesellschaftsrecht

Das deutsche Gesellschaftsrecht stellt die grundlegendste rechtliche Basis für Zusammenschlüsse dar. Es regelt die Pflichten und Rechten der Leitungs- und Geschäftsorgane sowie dem Aktionärsschutz. Das deutsche Konzernrecht regelt die Maßnahmen wie Verschmelzung, Umwandlung, Unternehmensverträge oder Eingliederungen. Hier findet insbesondere das *Aktiengesetz (AktG)* Anwendung. Weitere Vorstandspflichten bei Zusammenschlüssen ergeben sich aus dem *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)*, dessen Einführung das Aktiengesetz maßgeblich reformiert hat. Das KonTraG ist ein umfangreiches Artikelgesetz, das vom Deutschen Bundestag am 5. März 1998 verabschiedet wurde und bis auf einige Vorschriften am 1. Mai 1998 in Kraft trat. Ziel des KonTraG ist, die *Corporate Governance* in deutschen Unternehmen zu verbessern. Dieses Artikelgesetz hat etliche Vorschriften aus dem Handels- und Gesellschaftsrecht verändert – insbesondere des Handelsgesetzbuches und des Aktiengesetzes. Insbesondere die Berichtspflichten der Vorstände gegenüber den Aufsichtsräten wurden verschärft, da nun auch Angaben zu zukünftigen Geschäftspolitiken zu machen sind. Hinzu kommen die Pflichten, die Aktionäre über die Hintergründe eines Zusammenschlusses aufzuklären bzw. zu dem Übernahmeangebot Stellung zu nehmen. Der Vorstand der Zielgesellschaft ist dabei an den in § 53a AktG normierten Gleichbehandlungsgrundsatz aller Aktionäre seiner Gesellschaft gebunden. Dies betrifft auch die Umgangsweise bei „feindlichen“ Übernahmeangeboten.

2.3.3 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)

Im Zuge des zweiten und dritten *Finanzmarktförderungsgesetzes* sind einige neue Vorschriften im *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)* geführt, die bei jedem Zusammenschluss beachtet werden müssen (www.gesetze-im-internet.de/wphg/):

Das *WpHG* reguliert den Wertpapierhandel und dient insbesondere der Kontrolle der Dienstleistungsunternehmen, die Wertpapiere handeln sowie Finanztermingeschäfte abschließen, als auch dem Anlegerschutz. Konkretisiert werden die Veröffentlichungspflichten börsennotierter Unternehmen. Für die Verletzung dieser Pflichten durch die Vorstände entstehen Schadensersatzansprüche und nicht unbeachtliche Bußgelder. Die erforderlichen Angaben nach § 37i WpHG und die erforderliche Anzeige nach § 37m WpHG werden in der *Marktzugangsangabenverordnung (MarktAngV)* geregelt. Das WpHG verbietet weiterhin so genannte Insidergeschäfte. Verstöße werden mit Freiheitsstrafen bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft. Das Wertpapierhandelsgesetz gehört damit zum Nebenstrafrecht. Die *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)* ist zur Kontrolle eingerichtet worden. Es wurde weiterhin eine Veröffentlichungspflicht beim Überschreiten von Anteilen aufgenommen, um ein schrittweises, unbemerktes Aufkaufen zu erschweren (vgl. Abschn. 2.3.6 zum *Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG)*). Die Einführung der Ad-hoc-Mitteilungspflicht bei wesentlichen preissensitiven Unterneh-

menstatbeständen verbietet es dem Vorstand eines Zielunternehmens, Übernahmevorhaben unverhältnismäßig lange geheim zu halten.

2.3.4 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜg)

Bis zum Jahr 1979 lag kein umfassendes und systematisiertes Regelwerk für Unternehmenszusammenschlüsse vor, sodass die *Börsensachverständigenkommission (BSK)* erstmalig entsprechende Leitsätze für Übernahmeangebote vorlegte (www.gesetze-im-internet.de/wp_g/). Damit lag keine gesetzliche Regelung vor, sondern die Empfehlung einer unabhängigen Expertenkommission mit nur subsidiärer Wirkung und faktisch geringer praktischer Relevanz.

Aus diesem Grunde wurde im Jahr 1995 der so genannte *Übernahmekodex* durch die BSK vorgelegt, der sich stark an den Londoner *City Code* anlehnte. Die Kontroll- und Weiterentwicklungsfunktion übernahm die so genannte *Übernahmekommission* mit Geschäftsstelle bei der *Deutsche Börse AG*. Der Kodex entfaltete seine verbindliche Wirkung nur dann, wenn sich ein Bieterunternehmen in einem öffentlichen Übernahmeangebot vertraglich zu der Einhaltung verpflichtete. Daher vermag es nicht zu überraschen, dass kein einziger Anwendungsfall bekannt wurde, wie auch das Bundesfinanzministerium im Jahr 2001 mit Blick auf das *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)* konstatierte. So wurden der Übernahmekommission bis Ende 1999 59 Übernahmepläne gemeldet, in 25 Fällen aber gaben die Übernahmeinteressierten kein Angebot an die anderen Aktionäre ab, wie es der Kodex vorsah.

Am 01. Januar 2002 trat das WpÜG in Kraft mit dem Ziel eines verlässlichen Rechtsrahmens für die unmittelbar an Zusammenschlüssen Beteiligten. Wesentliche Regelungsinhalte umfassen Informations- und Verhaltenspflichten der an den Transaktionen beteiligten Parteien sowie grundsätzliche Verfahrensregeln für Übernahmeangebote. Dabei sind folgende Regelungsschwerpunkte hervorzuheben:

- faire und gleiche Behandlung aller Aktionäre, umfassende Transparenz und rasche Verfahren,
- Verfahrensvorschriften für öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, freiwillige Übernahmeangebote und Pflichtangebote,
- Gegenleistung des Bieters bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten,
- Verhaltenspflichten des Vorstands und des Aufsichtsrates der Zielgesellschaft während des Angebotsverfahrens sowie der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen,
- Regelungen zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (so genanntes Squeeze Out).

Wie bereits beim Übernahmekodex ist eine sehr enge Anlehnung an den Londoner *City Code* erkennbar. Während es in London ein *Panel of Takeovers and Mergers* ist, welches als Aufsichtsorgan die Einhaltung des freiwilligen Kodex überwacht, hat diese Funktion

der gesetzlichen Regelung in Deutschland die BAFin gemeinsam mit einem gesonderten Beirat inne.

Seitens der Kapitalmärkte wie auch der Unternehmen gibt es Kritik an dem Gesetz: es leiste nur bedingt einen schnellen und rechtssicheren Kontrollwechsel, da bereits ab 30 % der Stimmrechte ein Pflichtangebot notwendig wird. Selbst bei Stimmrechtsmehrheit auf Hauptversammlungen (durch geringe Präsenzen) bestehe kein Mitspracherecht bei der Unternehmensführung. Es komme zur Behinderung der Realisierung operativer Synergien sowie des Zugriffs auf den Cash Flow des Unternehmens durch Finanzinvestoren (vgl. Dibelius 2005, S. 64 f.).

2.3.5 Corporate Governance Kodex (CGK)

„Corporate Governance“ war zum Ende der 1990er Jahre einer der Schlüsselbegriffe in Deutschland. Die damalige Bundesregierung hatte eigens im Mai 2000 eine Regierungskommission „*Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts*“ unter dem Vorsitz des Juristen *Theodor Baums* eingesetzt. Diese Kommission empfahl einen so genannten „*Code of Best Practice*“ für deutsche Unternehmen zu entwickeln. Das Bundesministerium der Justiz hatte darauf folgend im September 2001 die „*Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*“ gebildet, die am 26. Februar 2002 den von ihr erarbeiteten „*Deutschen Corporate Governance Kodex (CGK)*“ präsentierte. Die Erstveröffentlichung des Kodex im elektronischen Bundesanzeiger erfolgte am 30. August 2002. Der Kodex wird seitdem jährlich von der Regierungskommission überprüft und laufend angepasst (vgl. www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/D_CorGov_Endfassung_2013.pdf).

Aktualisierungen der letzten Jahre bezieht sich insbesondere auf das Thema „Diversity“ (Vielfalt) bei der Zusammensetzung der Aufsichtsräte, Frauenbeteiligung in Vorstand und Aufsichtsrat, Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern und letztlich Vorstandsvergütungen (Empfehlung von Höchstgrenzen inkl. variabler Anteile).

Der Deutsche CGK dient dazu, dass die in Deutschland geltenden Regeln für Unternehmensleitung und -überwachung sowohl für nationale als auch für internationale Investoren transparent werden. Es geht um das Vertrauen in die Unternehmensführung deutscher Unternehmen und letztlich auch um den deutschen Kapitalmarkt. Die vor allem von internationaler Investorenseite geäußerten Kritikpunkte an der deutschen Unternehmensverfassung, wie z. B. die mangelhafte Ausrichtung auf Aktionärsinteressen, mangelnde Transparenz deutscher Unternehmensführung oder nur bedingte Unabhängigkeit deutscher Aufsichtsräte wurden hier aufgegriffen. Durch den CGK hat das deutsche Recht eine neue Normen-Gattung erhalten (so genanntes *Soft Law*, auch wenn es sich nicht um Recht, sondern wie auch von der Kommission empfohlen um *Best Practice* handelt). Damit erklärt sich, dass der Kodex in weiten Teilen geltendes Gesetzesrecht enthält und einige weitere Empfehlungen. Es besteht eine Offenlegungs- und Begründungspflicht für Empfehlungsabweichungen. Nicht zuletzt enthält er auch Anregungen, bei deren Ab-

weichungen eine Offenlegung nicht notwendig ist. Der Gesetzgeber hat den im Kodex aufgeführten Prinzipien Nachdruck verliehen, da nun gemäß § 161 AktG Vorstand und Aufsichtsrat einer jeden börsennotierten Gesellschaft jährlich eine so genannte *Entsprechenserklärung* abgeben müssen, dass den Empfehlungen des Kodex entsprochen wurde und wird, bzw. welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden.

2.3.6 Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG)

Auf börsennotierte Gesellschaften kamen – wie gezeigt wurde – in den vergangenen Jahren deutliche Veränderungen im regulatorischen Umfeld von Unternehmenszusammenschlüssen zu. Im Dezember 2006 hatte der Bundesrat die Regelungen verabschiedet, mit denen Vorgaben der Europäischen Union umgesetzt werden und ist als so genanntes Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) zum 20. Januar 2007 in Kraft getreten (<http://www.gesetze-im-internet.de/transprlg/>).

Wesentliche Änderungen ergeben sich für die Meldepflichten bei Stimmrechten an börsennotierten Gesellschaften gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Nun ist offenzulegen, wenn 3 % oder mehr einer Gesellschaft gehalten werden. Dies ist als eine gesetzgeberische Reaktion auf die Auseinandersetzung zwischen der Deutsche Börse AG und den verschiedenen Hedge-Fonds zu verstehen und soll das so genannte „Anschleichen“ zumindest erschweren. Meldepflichten bestehen innerhalb von vier Handelstagen für das Über- oder Unterschreiten von Beteiligungen in Höhe von 3, 5, 10, 15, 20 und 30 %. Zusätzlich zu den bestandenen Regelungen müssen nun auch Optionen und ähnliche Finanzinstrumente angezeigt werden, wenn sie eine Schwelle von 5 % übersteigen.

Das Unternehmen ist nach § 26 innerhalb von vier Handelstagen ebenfalls meldepflichtig, sobald es selbst oder über eine andere Person aber auf eigene Rechnung eigene Aktien erwirbt oder veräußert und dadurch (oder auf andere Weise) die Schwellen von 5 % oder 10 % erreicht, über- oder unterschreitet.

Eine der wesentlichen Änderungen stellt die Erweiterung der Mitteilungsgrenze auf „sonstige Finanzinstrumente“ darstellen. Damit erstreckt sich die Offenlegungspflicht mit einer Schwellengrenze von 5 % nun erstmals auf Termingeschäfte, bei denen der Aktien-erwerb zeitverzögert eintritt und im Ermessen des Inhabers liegt, zum Beispiel Fest- und Optionsgeschäfte. Der Grund für die Ausdehnung der Offenlegungspflicht liegt hier darin, dass in solchen Fällen der Aktien-erwerb ausschließlich vom Willen des Wertpapierinhabers und nicht von äußeren Umständen abhängt.

Neu im WpHG sind die verschärften Veröffentlichungspflichten für Inlandsemittenten nach §§ 2, 2b. Welches Unternehmen als Inlandsemittent gilt, richtet sich danach ob (aufgrund eigener Wahl des Unternehmens) Deutschland als sogenanntes Herkunftsland gilt. Inlandsemittent können danach Unternehmen mit Sitz in Deutschland sein, deren Aktien zum Handel in Deutschland oder einem anderen Land der EU/des EWR zugelassen sind. Unternehmen mit Sitz in einem anderen EU-Staat können Inlandsemittent sein, wenn sie

Deutschland als Herkunftsland wählen und ihre Aktien auch in Deutschland zum Handel zugelassen sind. Unternehmen aus dem EWR (so genannte Drittstaaten) gelten als Inlandsemittent, wenn sie sich für Deutschland als Herkunftsland entscheiden und ihre Aktien nicht nur in Deutschland sondern auch in mindestens einem weiteren Land der EU/EWR zum Handel zugelassen sind.

Inlandsemittenten müssen sowohl Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung als auch Jahres- und Halbjahresfinanzberichte veröffentlichen und speichern.

Um die Kontrolle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu verbessern, gilt nun ein zweigleisiges Veröffentlichungsverfahren: Mitteilungen sind nun einerseits europaweit in einem Bündel von Medien zu veröffentlichen (geregelt wiederum in der WpAIV – Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung) und andererseits auch der BaFin zu übermitteln.

Literatur

- Aiello, Robert J., und Michael Watkins. 2000. The Fine Art of Friendly Acquisition. *Harvard Business Review*, 78(11/12), 100–107.
- Anslinger, Patricia L., und Thomas E. Copeland. 1996. Growth through Acquisitions: A Fresh Look. *HBR* 1: 126–135.
- Balzli, Beat, Christoph Pauly, Marcel Rosenbach, und Thomas Tuma. 2006. Der große Schlussverkauf. *DER SPIEGEL* 51: 64–79.
- Bästlein, Hanno M. 1997. Zur Feindlichkeit öffentlicher Übernahmeangebote. Frankfurt am Main. (Zugl.: Freiburg i.Br., Univ. Diss., 1997)
- Becker, Gernot. 1994. Mergers and Acquisitions als Instrument zur Umsetzung von Konzernstrategien. *WISU* 3: 198–200.
- BenDaniel, David J., und Arthur H. Rosenblom. 1990. *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. London: Prentice Hall.
- Bergmann, Helmut. 2005. Zusammenschlusskontrolle. In *Handbuch Mergers & Acquisitions*, 3. Aufl. Hrsg. Gerhard Picot, 353–408. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Brealey, Richard A., und Stewart C. Myers. 1991. *Principles of Corporate Finance*, 4. Aufl. New York: McGraw-Hill Inc., US.
- Brückner, Yvonne. 2014. Family Equity und M&A. *M&A REVIEW* 2: 61.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK). 2012. *Analyse der Beteiligungsdauer bei Private Equity-Finanzierungen in Deutschland*. Berlin: BVK.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK). 2007. *BVK-Statistik – Das Jahr 2006 in Zahlen*. Berlin. 20.02.2007.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK). 2015. *BVK-Statistik – Das Jahr 2014 in Zahlen*. Berlin 02.2014.
- Cooke, Terence E. 1986. *Mergers and Acquisitions*. Oxford/ New York: B. Blackwell.
- Copeland, Tom, und Fred J. Weston. 1988. *Financial Theory and Corporate Policy*, 3. Aufl. Menlo Park (CA): Irwin Printing.

- Dodd, Peter, und Jerold B. Warner. 1983. On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests. *Journal of Financial Economics* 11: 401–438.
- Dreher, Maximilian, und Dietmar Ernst. 2014. *Mergers & Acquisitions*. Konstanz: UTB GmbH.
- Global Private Equity Report. 2014. Studie von Bain & Company. http://resultsbrief.bain.com/pdfs/Bain_and_Company_Global_Private_Equity_Report_2014.pdf
- Grüter, Hans. 1990. *Unternehmensakquisitionen: Bausteine eines Integrationsmanagements*. Dissertation. Universität Zürich.
- Haacke, Brigitte. 2006. Zenit überschritten. *WirtschaftsWoche*, 51: 127–132. 18.12.2006.
- Heinen, Edmund (Hrsg.). 1991. *Industriebetriebslehre – Entscheidungen im Industriebetrieb*, 9. Aufl. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Herden, Raimund W. und Karbe, Frank. 1998. Keine Angst vor feindlichen Übernahmen. *Handelsblatt*, 81: 27. 28.4.1998.
- Herzel, Leo, und Richard W. Shepro. 1990. *Bidders and Targets: Mergers & Acquisitions in the U.S.* Cambridge (MA): Wiley.
- Hooke, J.C. 1997. *M&A – A Practical Guide to Doing the Deal*. New York: Wiley.
- Huemer, Friedrich. 1991. *Mergers & Acquisitions: strategische und finanzielle Analyse von Unternehmensübernahmen*. Frankfurt am Main: Peter Lang.
- Ikenberry, David, und Josef Lakonishok. 1993. Corporate Governance through the Proxy Contest: Evidence and Implications. *Journal of Business* 66(3): 405–435.
- Jansen, Stephan A. 2004a. *Management von Unternehmenszusammenschlüssen – Theorien, Thesen, Tests und Tools*. Stuttgart: Klett-Cotta Verlag.
- Jensen, Michael C. 1986a. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover. *AER* 76: 323–329.
- Jensen, Michael C., und W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *JFE* 3: 305–360.
- Michael C. Jensen, und Richard S. Ruback. 1983. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11: 5–50.
- Kaplan, Steve, und Antoinette Schoar. *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*. MIT-Working Paper 4446-03 November 2003.
- Kappler, Ekkehard, und Heinz Rehkugler. 1991. Konstitutive Entscheidungen“ und „Kapitalwirtschaft. In *Industriebetriebslehre – Entscheidungen im Industriebetrieb*, 9. Aufl. Hrsg. Edmund Heinen Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Keenan, Lawrence J., und Michael White (Hrsg.). 1982. *Mergers and Acquisitions: Issues from the Mid-Century merger Wave*. Washington D.C.: D. C. Heath and Company.
- Keuper, Frank, Michael Häfner, und Carsten von Glahn. 2006. *Der M&A-Prozess. Konzepte, Ansätze und Strategien für die Pre- und Post-Phase*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Mitchell, Mark L., und Kenneth Lehn. 1990. Do Bad Bidders Become Good Targets? *Journal of Political Economy* 98: 372–398.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, und Robert W. Vishny. 1988. Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, in: Alan J. Auerbach (Hrsg.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, S. 101–136. Chicago: University of Chicago Press.
- Picot, Gerhard. 2005. *Handbuch Mergers & Acquisitions*. Stuttgart: Schaeffer-Poeschel.
- Picot, Gerhard (Hrsg.). 1998. *Unternehmenskauf und Restrukturierung*. München: Beck Verlag.

- S.G. Warburg Securities (Hrsg.). 1994. VEBA, Researchstudie, Mai 1991, zitiert nach: Leber, H. und Oberhausberg, U., 158.
- Seidlitz, Frank. 2007. Angriff auf Standort D. *DIE WELT* 13.01.2007: 12.
- Stewart, B.G. III. 1991. *The Quest for Value – The EVA Management Guide*. London: Harper Business.
- Storck, Joachim. 1993. *Mergers & Acquisitions: Marktentwicklung und bankpolitische Konsequenzen*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Weston, Fred J., Kwang S. Chung, und Susan E. Hoag. 1990. *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Englewood Cliffs (NJ): Pearson Education.
- Wirtz, Bernd W. 2003. *Mergers & Acquisitions Management*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Wirtz, Bernd W. (Hrsg.). 2006. *Handbuch Mergers & Acquisitions Management*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Wöhe, Günter. 1993. *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, 18. Aufl. München: Vahlen Franz GmbH.
- Wöhe, Günter. 2013. *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, 25. Aufl. München: Vahlen Franz GmbH.

Mergers & Acquisitions

Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung

Jansen, S.A.

2016, XXV, 401 S. 210 Abb. in Farbe.,

ISBN: 978-3-8349-4772-7